

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Abril 2005



UEM, en la línea de salida

Crecimiento en España, cortado por el mismo patrón

Déficit comercial con la UEM, la demanda relativa importa

Europa, una cuestión de asunción de riesgo

Prefacio

Esta edición de *Situación España* se enmarca dentro de la nueva etapa emprendida en las publicaciones del Servicio de Estudios Económicos (SEE) del Grupo BBVA, con cambios en los formatos y contenidos de revistas ya existentes y con la edición de nuevas publicaciones. En esta nueva etapa, el SEE del BBVA mantiene su vocación de elaborar y difundir el análisis de la situación y las perspectivas de las economías en las que el Grupo desarrolla su actividad, así como sobre asuntos económicos de interés más general.

Con este fin, el SEE de BBVA emprende la edición de un conjunto de publicaciones de periodicidad trimestral y semanal. Las publicaciones de periodicidad trimestral se clasifican en tres grupos. Por un lado, las de carácter internacional, al abarcar el análisis de más de un país: *EuropaWatch* para la zona euro y *Latinwatch* para América Latina. Un segundo grupo lo forman las publicaciones englobadas bajo el nombre de *Situación*, que, complementando y profundizando el análisis desarrollado en las revistas de enfoque internacional, examinan distintas economías nacionales. En este grupo, además de *Situación España*, se elaboran informes locales en Portugal, Argentina, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. El tercer grupo incluye, también bajo el nombre de *Situación*, publicaciones con un enfoque sectorial o regional. Las revistas sectoriales se dedican al análisis del sector inmobiliario (en España, Portugal y México) y al sector de consumo (en España). Las publicaciones regionales profundizan en la evolución de las economías de Cataluña y Canarias.

En particular, la “nueva” *Situación España* mantiene como objetivo el rigor en el análisis de la economía española, tomando como referencia la pertenencia de España a la zona del euro. España comparte con los países de la UEM moneda y política monetaria y dada la creciente integración con éstos, su incidencia sobre la evolución de la economía española, en general, y de los mercados financieros, en particular, es cada día mayor.

Además de *EuropaWatch*, *Latinwatch* y los respectivos *Situación* nacionales, con vocación de tratar temas desde una perspectiva más estructural, se elabora una segunda serie de publicaciones de frecuencia semanal, denominadas *Situación semanal*, a nivel global y para cada uno de los países en los que el Grupo BBVA desarrolla su actividad, orientadas al seguimiento de información de corto plazo sobre los mercados y las economías. Esta publicación comparte los mismos principios que los *Situaciones* trimestrales: coordinación en las tendencias globales y profundización en la realidad económica y financiera nacional.

Por último, también se difunden publicaciones, que sin periodicidad fija y bajo el título de *EconomicWatch*, abordan de modo ágil y a la vez riguroso asuntos de actualidad, relevantes para el devenir de la economía y los mercados financieros.

El conjunto de publicaciones elaboradas por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA está disponible en la página web del grupo (www.bbva.com).

Indice

Fecha de cierre: 15 de abril de 2005

1 Editorial	2
2 Entorno exterior, creciente dinamismo europeo	3
Recuadro: "El euro ¿continuará apreciándose con el dólar?"	10
Recuadro: "Los modelos apoyan las expectativas de recuperación europea"	12
Recuadro: "Reestructuración empresarial"	13
Recuadro: "¿Le ocurre algo "atípico" al consumo?"	14
Recuadro: "Exportaciones alemanas fuera de la UEM. El mercado es lo que importa"	15
3 España, se mantiene el patrón de crecimiento	16
Recuadro: "El déficit comercial de España con la UEM: demanda, precios y euro"	23
Recuadro: "EPA 2005 y Contabilidad Nacional Base 2000"	25
Recuadro: "IA-BBVA: mejora el estado de la economía española al comienzo de 2005"	26
4 Europa, una cuestión de asunción de riesgo	27
5 El PEC y la estabilidad macroeconómica	32
6 Resumen de previsiones	40

Han elaborado esta publicación:

Manuel Balmaseda	34 91 374 33 31	m.balmased@grupobbva.com
Gonzalo Cadenas	34 91 537 76 93	santiago.gonzalo@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
José Félix Izquierdo	34 91 374 42 00	jfelix.izquierd@grupobbva.com
Elena Nieto	34 91 537 37 76	enieto@grupobbva.com

1. Editorial

La economía española mantendrá en 2005 y 2006 el patrón de crecimiento de los últimos años, basado en un fuerte dinamismo de la demanda interna parcialmente compensado por el drenaje del sector exterior. A ello contribuirán, por un lado, las favorables condiciones financieras y la continuada generación de empleo, que seguirán impulsando el gasto de las familias españolas. Por otro lado, el relativamente favorable entorno exterior también supondrá un impulso. Con todo, España crecerá el 3,0% en 2005 y el 2,8% en 2006.

El entorno global en el que se desenvolverá la economía española en 2005 y 2006 continuará siendo relativamente dinámico. Así, el comercio y el PIB mundial mantendrán tasas de crecimiento superiores a su promedio histórico, aunque inferiores a las registradas en 2004. La UEM irá ganando dinamismo paulatinamente al crecer el 1,7% y el 2,4% en 2005 y 2006 respectivamente, con una creciente contribución de la demanda interna en un entorno de ausencia de presiones inflacionistas. El euro continuará apreciándose respecto al dólar, que se mantendrá relativamente depreciado respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo afectado por las posibles dificultades de EE.UU. para financiar su abultado y creciente déficit por cuenta corriente.

La principal incertidumbre sobre este escenario es la evolución de los precios del petróleo, que cotiza en términos nominales cerca de sus máximos históricos. Sin embargo, el actual *shock*, aunque es de intensidad elevada, no será duradero, previéndose una caída del precio del barril de *Brent* hasta el entorno de los 40 dólares a lo largo del año y, adicionalmente hasta 37 dólares en 2006. En todo caso, dado que España tiene una intensidad de uso del petróleo mayor que la de otros países desarrollados, podría verse relativamente más afectada ante un escenario de precios elevados durante un periodo prolongado de tiempo.

En lo que respecta al área del euro, su crecimiento se vio frenado en 2004 por el estancamiento de la demanda interna, especialmente del consumo de los hogares. A lo largo de 2005 se consolidará la expansión de la inversión, resultado del bajo coste de la financiación, la mejora registrada por los beneficios empresariales y el saneamiento financiero llevado a cabo por las empresas. El dinamismo inversor impulsará el empleo y la renta disponible de los hogares, que tienen además una situación financiera relativamente saneada. Finalmente, el anclaje de las expectativas inflacionistas por debajo del 2%, el carácter progresivo de la recuperación y la fortaleza del euro permitirán que el Banco Central Europeo no comience a ajustar los tipos de interés hacia niveles más neutrales hasta 2006. E incluso entonces, lo hará de forma gradual. Con ello, las condiciones financieras de la economía española seguirán siendo holgadas.

La economía española crecerá el 3,0% y el 2,8% respectivamente en 2005 y 2006, apoyada en el continuado dinamismo de la demanda interna e impulsada adicionalmente por la gradual recuperación del crecimiento de la UEM, que creará un clima más favorable para la inversión e impulsará las exportaciones. Además, se mantendrá el impulso de la renta y de la riqueza de las familias, así como de los históricamente bajos tipos de interés sobre el gasto en consumo y construcción residencial. No obstante, las importaciones continuarán aumentando a tasas más altas que las exportaciones, manteniendo en niveles relativamente elevados el drenaje del sector exterior al crecimiento y el déficit por cuenta corriente.

Las favorables perspectivas vigentes para la economía española en 2005 y 2006 proporcionan un margen propicio para profundizar en las reformas que permitan a corto y medio plazo seguir generando empleo y movilizándolo, y a medio y largo plazo aumentar la productividad de la economía.

2. Entorno exterior, creciente dinamismo europeo

Contexto global

2004 fue un año muy positivo en términos de crecimiento de la actividad mundial, que alcanzó niveles máximos en 30 años, y de elevado dinamismo del comercio internacional. El carácter expansivo de las políticas de demanda y el tirón de la economía china, de creciente protagonismo en las transacciones internacionales, fueron los principales elementos dinamizadores de la actividad internacional. El significativo incremento del precio del petróleo en la segunda mitad del año, que supuso un freno a las expectativas, tuvo finalmente un impacto sobre la actividad menor del esperado. Respecto a 2005 y 2006, las previsiones de BBVA se basan en un escenario de precios del petróleo relativamente optimista. La reciente escalada hasta máximos de cotización (55 dólares por barril *Brent*) se explica, en buena parte, por una elevada prima de riesgo que recoge factores transitorios, que irán desapareciendo paulatinamente. Así, se espera que los precios vayan retrocediendo desde los máximos actuales hasta cerrar 2005 en el entorno de los 40 dólares por barril *Brent* para mantenerse alrededor de los 37 dólares por barril *Brent* en 2006. Los precios del resto de materias primas también se moderarán paulatinamente en el horizonte de previsión. En este escenario, cabe esperar que aunque la actividad mundial se modere en 2005 y 2006 conforme se agotan algunos de los impulsos de años anteriores, la economía mundial siga en expansión, con un crecimiento que se situará por encima del promedio de las tres últimas décadas.

China, con su importante presencia tanto como demandante de materias primas y productos financieros, como oferente de productos industriales de bajo precio, seguirá ejerciendo, junto a EE.UU., de motor del crecimiento mundial. EE.UU. continuará acercándose a su potencial, aunque a menor ritmo que en 2004. El crecimiento estadounidense seguirá siendo soportado por el impulso inversor y por el dinamismo del consumo privado. La productividad, los bajos costes de capital y tipos de interés reales, la sólida situación financiera de las empresas y la recuperación del mercado laboral serán los principales elementos de apoyo. La inflación se mantendrá en niveles bajos, beneficiándose de la existencia de mercados globales, del anclaje de expectativas y de la flexibilidad de su mercado doméstico, en un entorno de gradual corrección de los desequilibrios fiscal y corriente. No obstante, el balance de riesgos en inflación es actualmente alcista.

El ajuste de los tipos de interés hacia condiciones monetarias más neutrales continuará siendo como hasta ahora gradual, toda vez que los cambios tecnológicos, la mayor credibilidad de las autoridades monetarias y la globalización del ahorro y la inversión contribuyen a mantener las expectativas de inflación ancladas, a pesar de la elevada expansión monetaria. El que se trate de un ajuste paulatino de los tipos de interés evitará que se produzca, como en ciclos anteriores, una corrección importante y brusca de las primas de riesgo de los países emergentes.

El panorama internacional, no obstante, no está exento de incertidumbres. Además de las dudas sobre la evolución del precio del petróleo, las posibles dificultades que puede encontrar EE.UU. para financiar su abultado y creciente déficit corriente, el predominio en las transacciones internacionales de los flujos financieros, menos estables que los flujos de inversión directa, que no parece que terminen de recuperarse, y la posibilidad de que la elevada liquidez haya impulsado incrementos en los precios de los activos por encima de los fundamentos, pueden afectar a la solidez del crecimiento futuro. El dólar ha sido, y seguirá siendo en 2005 y 2006, el catalizador de algunas de estas

Cuadro 2.1. Previsiones de crecimiento

	2003	2004	2005	2006
OCDE	2,0	3,3	2,7	3,0
EEUU	3,0	4,4	3,6	3,2
UEM	0,5	1,8	1,7	2,4
RU	2,2	3,1	2,5	2,6
Japón	1,4	2,6	1,5	3,0
Países no OCDE	6,4	7,2	6,2	5,9
Latinoamérica	1,7	6,0	4,4	3,6
MUNDIAL	4,0	5,0	4,2	4,2

Fuente: BBVA

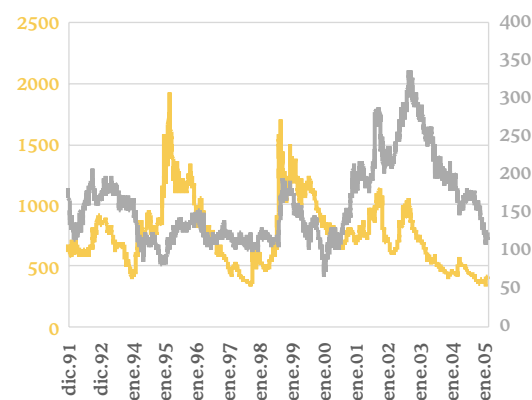
Cuadro 2.2. Entorno exterior

	2003	2004	2005	2006
Comercio mundial (import bienes)	6,7	6,1	5,6	5,6
Tipo de cambio: \$ / €	1,13	1,24	1,32	1,35
Precio del barril de Brent	28	38	43	37
Brent en euros	25	30	33	27

Fuente: BBVA

Gráfico 2.1.

Spread corporativo BAA de EE.UU. y EMBI+



■ EE.UU. BAA (eje derecho)

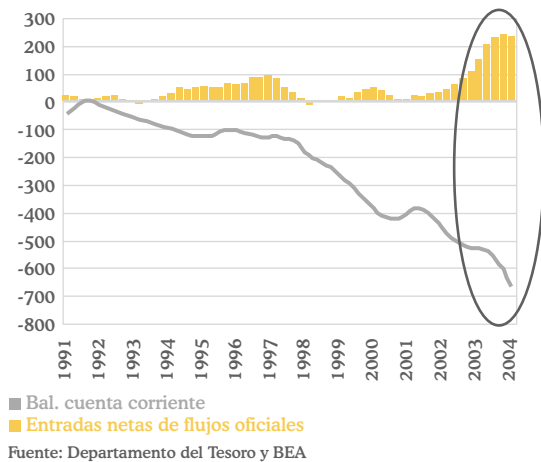
■ EMBI+

Fuente: Reserva Federal y JP Morgan

Gráfico 2.2.

EE.UU.: balanza por cuenta corriente y financiación oficial

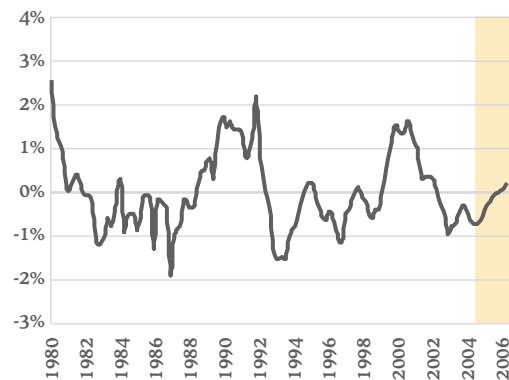
(acumulado 12 meses. Miles de millones de dólares)



Fuente: Departamento del Tesoro y BEA

Gráfico 2.3.

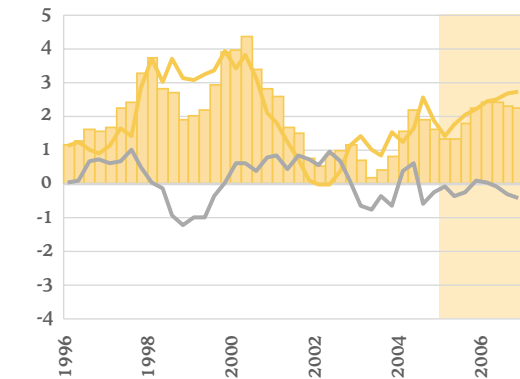
UEM: componente cíclico del PIB



Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 2.4.

UEM: PIB y contribuciones al crecimiento



Fuente: Eurostat y BBVA

incertidumbres, lo que lo mantendrá en niveles relativamente depreciados respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo. Frente al euro, con el que acumula una importante depreciación desde 2002, se mantendrá en promedio en 1,32\$ y 1,35\$ por euro respectivamente en estos dos años, mientras que con algunas de las divisas de las zonas más dinámicas del mundo, como la región asiática, con las que el ajuste ha sido menor, podría tener margen de depreciación adicional.

UEM: con dificultades para despegar...

En un contexto relativamente favorable de crecimiento mundial, la economía europea parece tener dificultades para recuperar de manera sostenida tasas de crecimiento elevadas. Tras el fuerte crecimiento de la primera mitad de 2004, apoyado en la expansión internacional, la actividad económica volvió a decaer en la segunda mitad del año, haciendo renacer las dudas sobre la sostenibilidad de una recuperación que va con retraso respecto a otras áreas del mundo.

Varios factores han contribuido a los problemas de la economía europea para retomar la senda del crecimiento, desde problemas estructurales, que limitan su crecimiento potencial y dificultan el rápido ajuste tras un *shock*, a la gestión de las políticas de demanda. Estas, ante los problemas en la implementación de políticas estructurales y reflejando una clara aversión al riesgo, se centran en objetivos de medio plazo, renunciando a políticas agresivas de estabilización cíclica. Así, en los últimos años, la laxitud de las políticas de demanda, que han sustentado el elevado dinamismo de la economía estadounidense, ha sido bastante inferior en la UEM. (véase Artículo: "Europa, una cuestión de asunción de riesgo"). Ahora bien, más allá de estas consideraciones, que afectan al potencial de crecimiento de la economía a medio plazo y a su reacción ante los *shocks*, existen factores que permiten confiar en una recuperación cíclica en los próximos años.

...pero en la senda de recuperación cíclica ...

Así, se espera que el crecimiento de la zona euro se sitúe en el 1,7% en 2005 y en el 2,4% en 2006, apoyado en la expansión de la demanda interna. El componente cíclico del PIB, en consecuencia, seguirá siendo negativo en 2005 y sólo se hará positivo en 2006. La inflación se mantendrá bajo control, en el entorno del 1,7%, y los tipos de interés en niveles relativamente bajos. El BCE no empezará a normalizar los tipos hasta 2006, con subidas graduales hasta niveles del 3,25% a finales de ese año.

Este escenario se ve confirmado por distintos instrumentos de previsión. Así, en lo que se refiere a crecimiento, a corto plazo, los indicadores de actividad, como el indicador sintético ISA-BBVA¹, apuntan a un crecimiento moderado en la primera mitad del año (0.2-0.4 trimestral en el primer trimestre). El reciente retroceso en los indicadores de confianza es el principal elemento de incertidumbre en estos momentos.

En cambio, modelos orientados al medio plazo como el BBVA-Aries (VAR bayesiano de previsión) o un modelo estructural multiecuacional², que tienen en cuenta factores como el crecimiento mundial, la evolución de los precios de las materias primas o las condiciones de liquidez internacionales, apuntan a que, en un marco exterior favorable y de moderación del precio de las materias primas, se dan las condiciones para una aceleración de la actividad europea en la segunda mitad de 2005 y 2006 (ver Recuadro: "Los modelos apoyan las expectativas de recuperación europea"). Este dinamismo se verá apoyado en varios factores. En primer lugar, la inversión será el componente más dinámico, apoyado en la fortaleza de la economía global, la saneada situación empresarial y unas condiciones financieras muy favorables. En segundo lugar, el consumo privado, aunque

¹ Recoge la información de indicadores de competitividad, actividad industrial, consumo y confianza.
² Similar al Área Wide Model del BCE.

con algo más de retraso, se beneficiará de la paulatina recuperación del empleo y una evolución favorable de la riqueza financiera. Además, la posición de ahorro e inversión y la situación financiera de los principales agentes económicos y del conjunto de la economía es bastante equilibrada, sobre todo comparada con la de otras áreas como EE.UU. En tercer lugar, las políticas de demanda se mantendrán relativamente relajadas. Tras el desmantelamiento del PEC que, en la práctica, ha supuesto la reforma acordada, no parece que la política fiscal vaya a representar una restricción en 2005 y 2006. Además, la ausencia de presiones inflacionistas, en un entorno de expectativas ancladas, tipo de cambio relativamente apreciado y paulatina moderación del precio del petróleo, permitirá mantener una política monetaria acomodaticia.

Respecto al sector exterior, su aportación al crecimiento, en un contexto de tipo de cambio efectivo real en máximos³, será ligeramente negativa en 2005 y 2006 (-0,2), ya que el impacto contractivo de la competitividad-precio sobre las exportaciones se verá parcialmente contrarrestado por la fortaleza del crecimiento mundial.

...liderado por la inversión

Uno de los principales soportes de la esperada recuperación europea es la favorable situación del sector empresarial, que podría propiciar un impulso a la inversión tanto de reposición, tras varios años de estancamiento, como de nueva planta. Además de en un entorno global positivo, este optimismo se fundamenta, en primer lugar, en la situación relativamente saneada en la que se encuentran las empresas europeas tras el importante ajuste realizado en la última desaceleración (ver recuadro: "Reestructuración empresarial").

En segundo lugar, las condiciones financieras son muy favorables. Tanto los tipos de interés reales de los bonos corporativos como los de los préstamos bancarios, la principal fuente de financiación de las empresas europeas, y los *spreads* corporativos se mantienen en niveles muy reducidos en términos históricos. Un análisis más cualitativo, derivado de la encuesta sobre préstamos bancarios, muestra que los criterios para la obtención de un crédito son cada vez menos restrictivos. Incluso se han relajado ligeramente en términos agregados en los dos últimos trimestres. Además, esta mejora también se ha hecho extensible a las pequeñas y medianas empresas. Incluso considerando que la financiación por acciones, aproximado por el

³ Se refiere al tipo de cambio efectivo real deflactado por precio de exportaciones, que se encuentra en los niveles más apreciados desde principios de los setenta.

⁴ Está lejos de los mínimos de 2000 y 2001, pero se sitúa por debajo de los máximos de 2003 y relativamente próximo al promedio de los noventa.

Gráfico 2.5.

Saldo por cuenta corriente (% PIB)

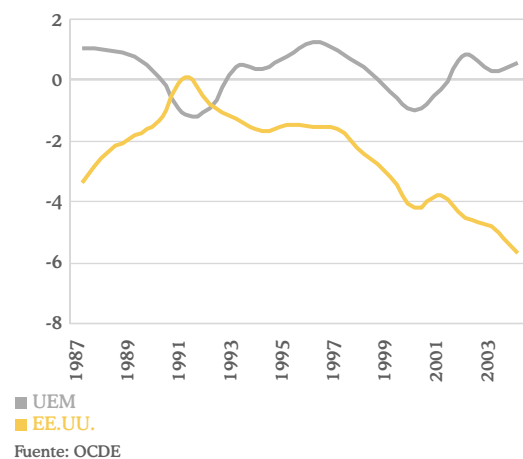
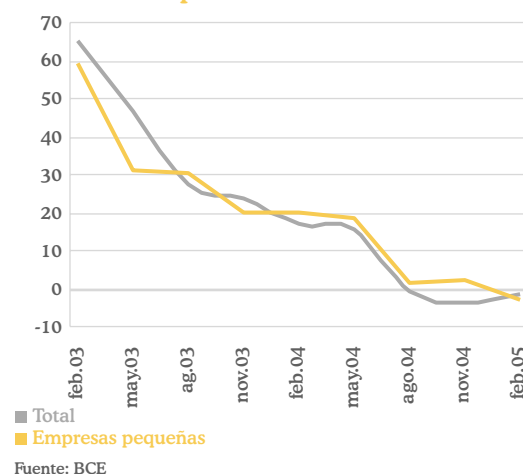


Gráfico 2.6.

UEM: cambios en las condiciones de crédito a empresas no financieras



Cuadro 2.3. UEM: crecimiento e inflación

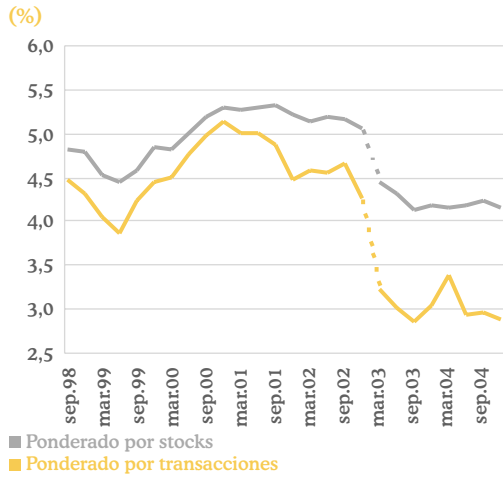
Var. interanual	2004				2005				2003	2004	2005	2006
	1 tr	2 tr	3 tr	4 tr	1tr	2 tr	3 tr	4 tr				
Consumo Privado	1,1	1,0	0,8	1,4	1,0	1,5	1,9	2,0	1,0	1,1	1,6	2,4
Consumo Público	1,8	1,6	1,6	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Formación B.C. Fijo	1,1	2,0	2,0	1,4	2,4	2,8	3,2	3,6	-0,6	1,6	3,0	4,3
Var. Existencias (*)	0,0	0,2	1,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,0	0,0
Demanda Interna(*)	1,2	1,6	2,4	1,8	1,4	1,8	2,1	2,2	1,2	1,7	1,8	2,6
Exportaciones	3,4	7,8	6,3	5,9	5,4	5,8	5,8	5,3	0,2	5,8	5,6	5,9
Importaciones	2,7	6,6	8,0	6,6	6,0	7,2	6,8	5,4	2,0	6,0	6,3	6,8
Saldo Exterior(*)	0,3	0,6	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	0,1	-0,6	0,1	-0,2	-0,2
PIB	1,5	2,2	1,8	1,6	1,3	1,4	1,8	2,3	0,5	1,8	1,7	2,4
Inflación	1,7	2,3	2,2	2,3	2,0	1,8	1,5	1,5	2,1	2,1	1,7	1,5

(*) Contribución al crecimiento

Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 2.7.

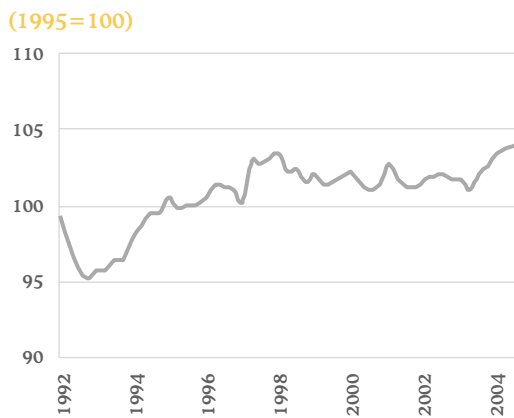
UEM: coste de financiación real medio de las empresas*



* Afectado por el cambio estadístico en las series de tipos de interés bancarios desde 2003.
Fuente: BBVA

Gráfico 2.8.

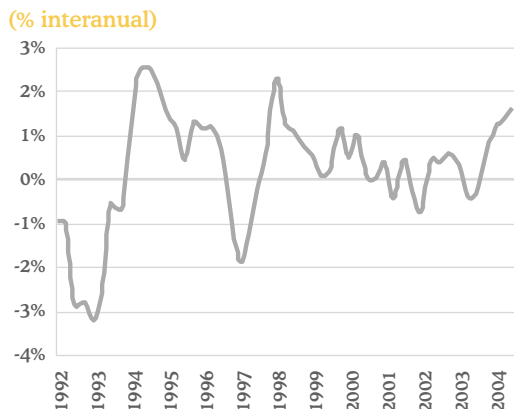
UEM: margen de beneficios (EBE sobre VAB)



Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 2.9.

UEM: Márgenes empresariales, inversa del CLU real



Fuente: Eurostat y BBVA

dividend yield real más el crecimiento potencial de la economía, se mantiene a un coste relativamente elevado⁴, un índice que aproxima el coste de financiación medio de las empresas europeas muestra que éste está en mínimos⁵.

En tercer lugar, se empieza a apreciar una mejoría de los márgenes empresariales así como un aumento de beneficios. La paulatina reactivación económica ha propiciado este incremento que, en un entorno de moderación salarial y estancamiento del empleo, ha aumentado su proporción sobre el valor añadido total. Los márgenes empresariales se han ampliado, merced a unos costes laborales unitarios en niveles muy reducidos por la combinación de un repunte de la productividad (parcialmente cíclico, reflejo de cierto nivel de *labour hoarding*) y de una evolución de los costes salariales muy moderada. Por otro lado, la prevista apreciación del tipo de cambio y la moderación de los precios del petróleo contribuirán al control de los costes no laborales.

Los datos muestran ya cierto impulso de la inversión en equipo. Además, la aceleración de los préstamos bancarios a empresas, que están creciendo cerca del 6%, podría indicar que se ha superado el punto de giro. Así, cabe esperar que la formación bruta de capital fijo crezca un 3% en 2005 y un 4,3% en 2006. Una vez asentada la recuperación de la inversión, cabría esperar una progresiva recuperación del empleo ante la expansión del negocio empresarial y la mejora de las perspectivas de actividad.

El consumo, con retraso

A la favorable situación empresarial se sumaría, paulatinamente, la de los hogares. En primer lugar, parten de una situación financiera y de ahorro relativamente saneada. Al igual que las empresas, han aumentado su capacidad de financiación en los últimos años en términos del PIB. Su tasa de ahorro bruto se ha mantenido estable, y aunque en los últimos años han incrementado ligeramente su endeudamiento, en línea con el aumento de la demanda de préstamos para la adquisición de vivienda, han aumentado también sus activos financieros. Además, su ratio de deuda sobre renta disponible se encuentra aún muy por debajo del de los hogares de otros países como EE.UU. o Reino Unido.

En segundo lugar, se prevé una paulatina mejora del empleo y de la renta disponible, tras una evolución de ambas variables que ha sido menos desfavorable que en desaceleraciones anteriores⁶. De hecho, una de las características que diferencia la última desaceleración de las de ciclos anteriores es la resistencia del empleo en el conjunto de la UEM, que no ha registrado tasas negativas de crecimiento⁷. No sólo en España, sino en países como Francia o Italia, que han experimentado una evolución cíclica más desfavorable, la creación de empleo se ha mantenido relativamente firme, algo que se atribuye a la extensión de la moderación salarial y a las reformas que, aunque insuficientes, se han implementado en los últimos años en el mercado laboral. En países como Alemania, donde sí se ha destruido empleo, se empiezan a observar los efectos de las últimas reformas llevadas a cabo⁸, algunas de gran calado, que aunque puedan generar incertidumbre a corto plazo para los consumidores, permiten ser optimistas con las perspectivas a medio plazo.

En línea con el relativo buen comportamiento del empleo en la UEM, la moderación de la renta disponible real de los hogares ha sido

⁵ Véase la construcción de un índice de condiciones financieras para la UEM en *Situación Global*, BBVA, diciembre 2003.

⁶ Los datos disponibles de horas trabajadas apuntan a que este relativo mejor comportamiento del empleo podría deberse, en parte, a la mayor facilidad para ajustar vía horas.

⁷ Esta característica ha llevado a organismos como el Business Cycle Dating Committee del CEPR a no fechar este período como de recesión.

⁸ El aumento de la creación de empleo, en especial del no cotizante, y los acuerdos en empresas concretas para aumentar las horas de trabajo a cambio de mayor estabilidad, resultado de los cambios en el modelo de negociación salarial y de la presión del "outsourcing", son algunos ejemplos.

menos acusada que en otras desaceleraciones, lo que se ha traducido en cierta atonía del consumo privado. De hecho, el comportamiento del consumo privado en los últimos años es perfectamente explicable por la evolución de sus principales fundamentos: renta disponible y riqueza. (ver recuadro: “¿Le ocurre algo “atípico” al consumo?”). No es necesario recurrir a argumentos de incertidumbre, fundamentalmente asociados con la reforma del estado del bienestar, para justificarlo. Las perspectivas de un aumento de la riqueza financiera, en un favorable entorno económico y bursátil, junto al mantenimiento de una elevada riqueza inmobiliaria en algunos países del área, constituyen el tercer elemento de apoyo para las familias y para las perspectivas de una gradual reactivación del consumo privado en el área, que podría crecer un 1,6% en 2005 y un 2,4% en 2006.

Sin problemas de inflación

En el entorno de gradual recuperación cíclica, las perspectivas de inflación para la zona son muy favorables. La inflación para 2005 y 2006 se situaría claramente por debajo del 2% (1,7% y 1,5% respectivamente), a lo que contribuirá la práctica ausencia de presiones de demanda, la fortaleza del euro y la prevista moderación de los precios del petróleo⁹. Este último factor supone el principal riesgo a esta evolución.

En los primeros meses de 2005, la inflación ha evolucionado más favorablemente de lo esperado debido fundamentalmente al impulso desinflacionista que está ejerciendo la fortaleza del euro sobre los precios y al efecto salida de las subidas impositivas llevadas a cabo a principios de 2004. Esto puede advertirse nítidamente en la inflación subyacente que ha pasado del 2,0% al 1,5% en los dos primeros meses del año, cifra alrededor de la que oscilará a lo largo de 2005. Por contra, la inflación general no ha evolucionado tan favorablemente al caer desde el 2,4% al 2,1% en el mismo periodo. Detrás de ello se encuentra la desfavorable evolución de los precios del petróleo, el principal riesgo a las favorables expectativas de inflación futura, aunque su impacto se ve parcialmente amortiguado por la fortaleza del euro. Las previsiones, además, apuntan a que los precios del petróleo se vayan moderando a lo largo del año. En todo caso, los efectos sobre los precios finales de consumo que tiene un aumento de los precios del petróleo son limitados por su distribución en tiempo y cantidad a lo largo de la cadena productiva. Así, se estima que un aumento del 10% en el precio del petróleo pasa a tener una incidencia del 1,3% en los precios de importación, que a su vez repercuten al cabo de 10 meses en un aumento del 0,4% en los precios de producción, que se transforma en el 0,2% en los precios de consumo en otros tantos meses.

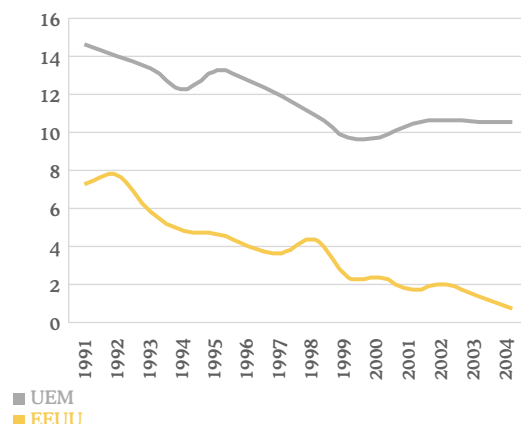
Además, las tensiones inflacionistas, que podrían emanar de la previsible recuperación de la demanda europea, se verán amortiguadas por la ausencia de presiones salariales y el anclaje de las expectativas de los agentes en el entorno del objetivo oficial del BCE. Únicamente un análisis basado en la evolución de las magnitudes monetarias arroja ciertas dudas sobre el futuro de la inflación, aunque los resultados no son en absoluto concluyentes¹⁰. La discrepancia, en los últimos años entre el crecimiento del *core* monetario y la inflación no indica, necesariamente, que exista una inflación latente que terminará por aflorar. La estrecha relación entre ambas variables puede haberse roto bien porque el agregado monetario ha dejado de ser representativo tras el cambio estructural de la UEM, bien por un aumento de la aversión al riesgo o bien porque el anclaje de las expectativas de inflación es muy efectivo.

⁹ Los modelos tradicionales de inflación (curvas de Phillips, modelos de indicadores, ...) ofrecen previsiones muy similares e incluso inferiores. A ello hay que añadir el efecto estadístico que tendrá en 2006 la reforma sanitaria en Países Bajos, que se prevé que podría restar dos décimas a la inflación de la UEM.

¹⁰ Véase: Inflation and core money growth in the euro area. M.J.M. Neuman C.Greiber. Discussion Paper Serie1: Studies of the Economic Research Center N°36/2004 Deutsche Bundesbank.

Gráfico 2.10.

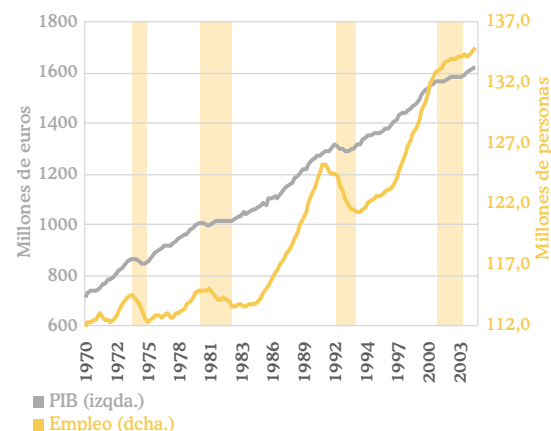
Tasa de ahorro de las familias



Fuente: OCDE

Gráfico 2.11.

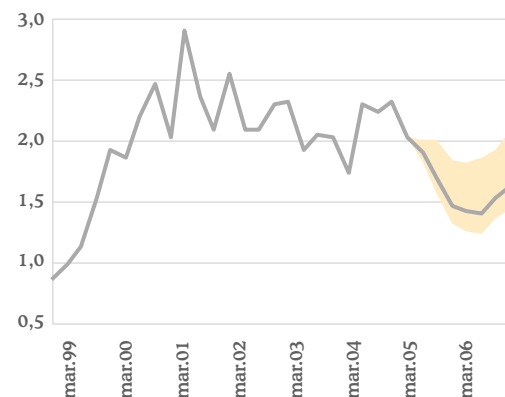
UEM: empleo y PIB



* En sombreado, los periodos de desaceleración.
Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 2.12.

UEM: inflación y previsiones (tasa interanual)

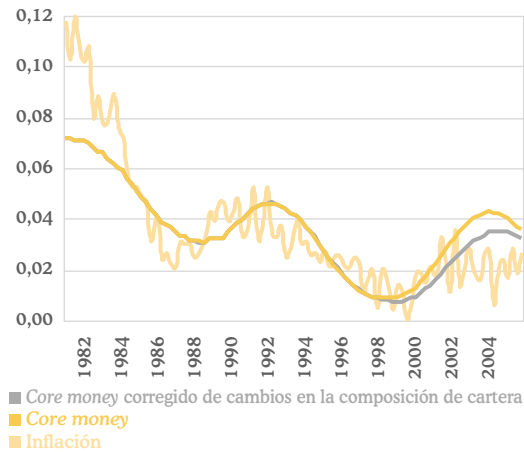


Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 2.13.

UEM: core money e inflación

(tasa trimestral anualizada)

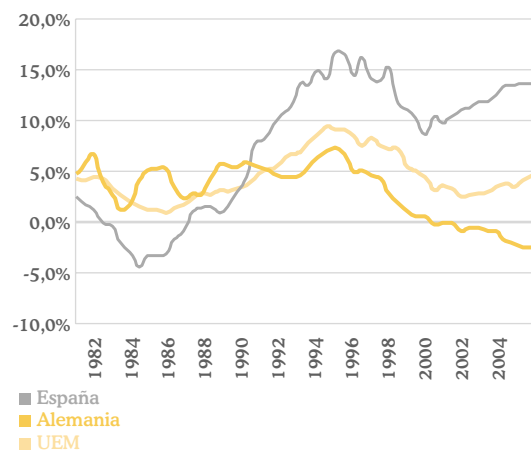


Fuente: BCE, Eurostat y BBVA

Gráfico 2.14.

Crecimiento real del crédito al sector privado

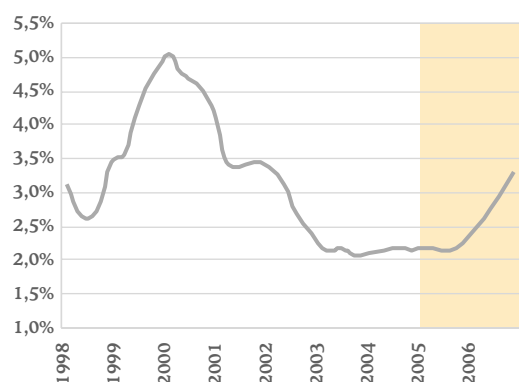
(% interanual)



Fuente: Bundesbank, Banco de España, BCE, Destatis, Eurostat e INE

Gráfico 2.15.

UEM: tipos de interés a 3 meses y previsiones según una regla monetaria



Fuente: BCE y BBVA

El BCE, sin prisas

La ausencia de presiones inflacionistas en un entorno de tipo de cambio relativamente apreciado otorga bastante margen al BCE para ser “paciente” en la normalización de los tipos de interés. Las continuas sorpresas a la baja en sus previsiones de crecimiento, que coinciden con sorpresas del mismo signo en sus previsiones de inflación, le llevarán a querer asegurarse de la solidez de la recuperación cíclica antes de emprender el ciclo alcista de los tipos de interés. Todo ello a pesar de la preocupación que ha expresado por el exceso de liquidez, el crecimiento del crédito y la inflación de activos, factores que representan un riesgo más manifiesto en un contexto de clara expansión económica. De hecho, la discrepancia que se está observando en la evolución de estas variables de “riesgo” (precios de la vivienda, crecimiento del crédito, agregados monetarios) entre los distintos países, contribuye a dificultar la gestión de la política monetaria y favorece una posición de inacción, en un banco central que no suele hacer gala de un gran activismo.

Por tanto, no cabe esperar aumentos de tipos hasta que no disponga de evidencia muy concluyente de la recuperación cíclica, lo que unido a la lentitud en el proceso de decisión del BCE, les llevará a principios de 2006. Retomarán, entonces, el discurso sobre el peligro del exceso de liquidez y la inflación de activos. El ciclo de subidas tipos, orientado a la normalización de los tipos hacia tasas más “neutrales”, podría iniciarse con una subida de 50 puntos básicos, dado el retraso con que tiene lugar. Las subidas, no obstante, serán graduales, hasta alcanzar el tipo oficial el 3,25% a finales de 2006.

En este escenario, la ampliación del diferencial de tipos a 10 años frente a EE.UU. no sería mucho mayor de la que ya se ha observado. De hecho, este diferencial ha pasado de niveles de 20 puntos básicos en promedio en 2004, hasta los 70 en el primer trimestre de 2005, e incluso puntualmente alcanzó niveles de 90 puntos básicos. Ello refleja la mayor agresividad esperada en las subidas de tipos en EE.UU., ligadas a la percepción de que el balance de riesgos en inflación ha cambiado hacia el lado alcista, así como las sorpresas al alza en el crecimiento de esta economía en los primeros meses de este año, una situación que contrasta con las dudas sobre el inicio del ciclo alcista de tipos en la UEM. A pesar de ello, las subidas de tipos previstas para 2006 por los contratos de futuros en EE.UU. son muy moderadas. A medida que éstas expectativas vayan aumentando cabe esperar que haya un margen adicional para ampliaciones del diferencial de tipos a 10 años, aunque limitado. Probablemente el diferencial se situaría de forma estable en torno a 110-130 puntos básicos.

Las dudas

La modesta recuperación cíclica europea no está exenta de riesgos. Por un lado, una apreciación adicional del tipo de cambio, que se suma a la ya acumulada en los últimos años, y/o el mantenimiento de los precios del petróleo en los niveles actuales supondrían un freno a la todavía incipiente expansión de la actividad. Por otro lado, el ajuste brusco de los desequilibrios de la economía global, en su conjunto, y de la de EE.UU., en particular, también frustraría la recuperación de la actividad en Europa. En tal caso, y dadas las reducidas tensiones inflacionistas, el BCE podría mantener inalterados los tipos de interés oficiales e incluso plantear la idoneidad de reducciones adicionales. Un retraso de las subidas de tipos oficiales podría elevar el diferencial de tipos a 10 años frente a EE.UU. a los máximos alcanzados en 1999, entre 130 y 160 puntos básicos. Una mayor descorrelación de los ciclos de política monetaria entre EE.UU. y la UEM podrían elevarlos incluso más.

Con respecto al tipo de cambio, uno de los principales temores se refiere a la magnitud y timing del impacto que la apreciación acumulada

pueda tener sobre el sector exterior, en vista de la débil reactivación de la demanda interna. No sólo el tipo de cambio efectivo nominal del euro sino también el real, deflactado por precio de exportaciones, está en máximos desde 1990. Además, el ajuste de los precios relativos con el que se estaba compensando parcialmente el deterioro de tipo de cambio nominal, parece haberse frenado desde mediados de 2003. El progresivo deterioro de la competitividad-precio, sin embargo, no parece haber pasado factura a la evolución de las exportaciones europeas, que han mantenido un comportamiento muy dinámico en los últimos años. Ello ha sido posible gracias al crecimiento de la demanda mundial, factor al que las exportaciones europeas son muy sensibles¹¹. La predominancia dentro de las exportaciones totales de las de países como Alemania, Países Bajos y Bélgica, especializados en bienes menos competidores en precios y con alto contenido de reexportación, podría explicar la relativamente poca sensibilidad que tienen las exportaciones europeas a la competitividad-precio, y por tanto al tipo de cambio, en comparación con su sensibilidad al crecimiento mundial (ver recuadro: "Alemania, exportaciones fuera de la UEM. El mercado es lo que importa"). Así, a pesar de las relativamente desfavorables perspectivas de tipo de cambio efectivo real, se prevé que el crecimiento de las exportaciones se modere sólo ligeramente en 2005 y 2006 hacia tasas del 5%, apoyándose en el dinamismo del comercio internacional. Ahora bien, una apreciación adicional del tipo de cambio, que lo sitúe de forma sostenida por encima de las expectativas erosionaría de forma más significativa las perspectivas exportadoras de la economía, pudiendo frenar el reciente impulso inversor de las empresas y dañando la confianza de los agentes económicos en su conjunto.

Con respecto al precio del petróleo, el mantenimiento de su cotización actual o un aumento adicional repercutiría sobre la economía europea tanto directa, elevando los costes de producción y la inflación, como indirectamente, minorando el dinamismo de la economía mundial. Bien es cierto que la relativa apreciación del euro contribuye a paliar el impacto del aumento del precio del petróleo, y que el *shock* actual no es comparable a los registrados en la década de los 70, ni en términos reales ni por el grado de dependencia del petróleo de las economías europeas, muy inferior ahora de lo que era entonces. El aumento del precio, además, responde en parte a motivos de demanda, lo que contribuye a matizar su impacto sobre la actividad global. Con todo, no deja de representar un riesgo para la frágil recuperación europea.

El riesgo más importante para el mantenimiento de la recuperación cíclica de la zona euro yace en la evolución del entorno exterior, bien por un *shock* de precios del petróleo o por una brusca corrección de los desequilibrios en la economía estadounidense, déficit corriente y público. De este último, resultaría una significativa corrección del dólar, la pérdida de confianza en la economía estadounidense y fuertes subidas de tipos para facilitar su financiación, más aún si adicionalmente surgen tensiones inflacionistas. Todo ello desembocaría en un ajuste brusco de la actividad en EE.UU. y un deterioro del crecimiento mundial. En este entorno de menor crecimiento mundial, deterioro de la confianza y apreciación del tipo de cambio, abortaría la prevista expansión cíclica. Un escenario, que sería desinflacionista para Europa, en el que el BCE podría incluso reducir los tipos de interés desde los niveles actuales en un cuarto de punto. En este caso, no es descartable que los tipos a 10 años en Europa quedaran estancados en niveles similares a los actuales, y que su diferencial con EEUU se situase en niveles por encima de los 200 puntos básicos, niveles que no se alcanzan desde la segunda mitad de los años ochenta.

Gráfico 2.16.

Diferencial de tipos a 10 años y a 3 meses entre EE.UU. y la UEM (puntos básicos)

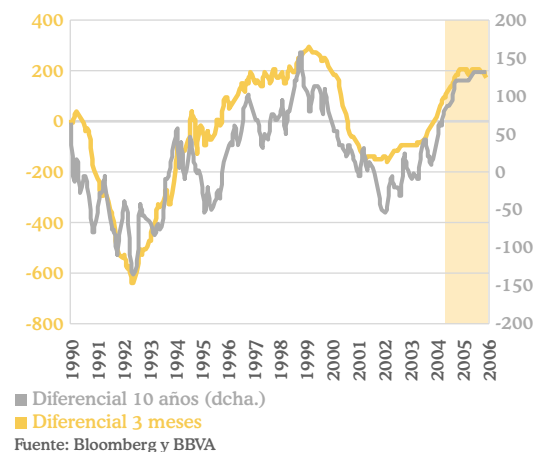


Gráfico 2.17.

UEM: tipo de cambio efectivo deflactado con precios de exportación (1999=100)

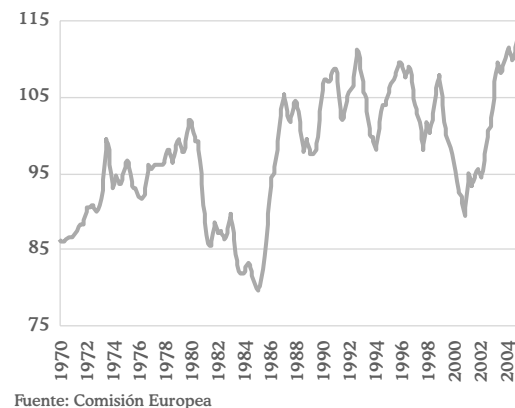
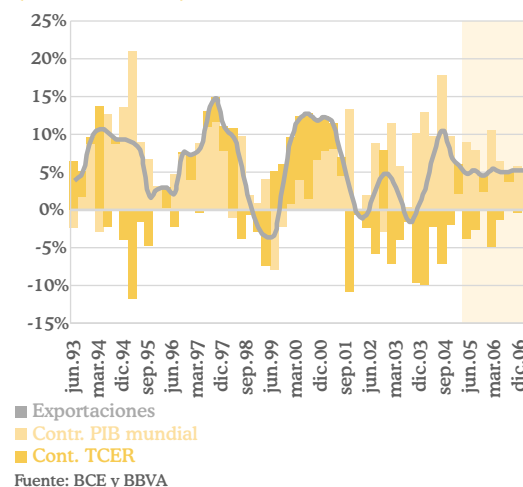


Gráfico 2.18.

UEM: exportaciones y contribuciones (tasa interanual)



¹¹ Las elasticidades estimadas revelan un crecimiento de la exportación a corto plazo tres veces menos sensibles al tipo de cambio que a un menor crecimiento del mercado al que se dirigen las importaciones.

El euro ¿continuará apreciándose con el dólar?

El euro se ha apreciado casi un 50% con el dólar desde los mínimos alcanzados en 2000. Aunque un buen número de divisas se han apreciado frente al dólar en los últimos tres años, reflejo de las dudas sobre la sostenibilidad del histórico déficit corriente de la economía estadounidense, esta apreciación ha sido claramente asimétrica: el euro es la moneda que más ha contribuido a la depreciación del dólar en términos efectivos reales. Simultáneamente, la economía europea en este periodo ha decepcionado en su crecimiento, de manera que el inicio del ciclo alcista de tipos de interés, que ya ha tenido lugar en muchas economías, se está retrasando cada vez más en Europa. Una situación que amplía los diferenciales de tipos de largo plazo entre EEUU y Europa, generando cierto desacoplamiento entre ambas economías. Este elemento debería restar presión apreciadora al euro. En estas condiciones se plantea si en el horizonte de los dos próximos años el euro seguirá apreciándose con el dólar o si se entra en un periodo de consolidación de los niveles alcanzados en los últimos años e incluso de posible depreciación frente a la divisa estadounidense.

El análisis del tipo de cambio dólar-euro no es simple¹. De hecho, en los últimos años se ha desarrollado una amplia literatura que trata de explicar con enfoques alternativos la evolución cambiaria. Como punto de partida se toman los modelos convencionales que son modelos de corrección de error que incluyen en el largo plazo un diferencial de precios corregido del diferencial de productividad. En la dinámica suelen aparecer, junto con retardos de las variaciones de las variables de largo plazo, otras variables que intentan aproximar la diferencia de rentabilidad entre los activos de EEUU y los europeos, aproximado en ocasiones por el diferencial de tipos de largo plazo. Precisamente basándose en variables de rentabilidad relativa de los activos, Gourinchas y Rey (2005)², al contrastar que una depreciación del tipo de cambio impacta no sólo al saldo comercial sino también a la valoración de los activos netos exteriores, concluyen que una desviación estándar del ratio de exportaciones netas sobre activos extranjeros netos estará acompañada de una depreciación del dólar en términos efectivos del 4% en el siguiente trimestre. Utilizando frecuencia diaria para el tipo de cambio dólar-euro, un buen número de artículos han intentado estimar el impacto de las sorpresas en los datos macroeconómicos o de los datos de fusiones y adquisiciones³.

Otros autores⁴ han destacado la relación no lineal e inestable entre los fundamentos y el dólar-euro, por lo que proponen modelos de "cambio de régimen" al objeto de captar qué variables influyen en cada periodo en el tipo de cambio y de determinar el momento en que se producen los cambios de régimen. En particular, la depreciación del dólar en los últimos tres años se ha explicado por el predominio del "paradigma de los desequilibrios" frente al "paradigma de la productividad" que dominó a finales de los años noventa, en el periodo de apreciación del dólar.

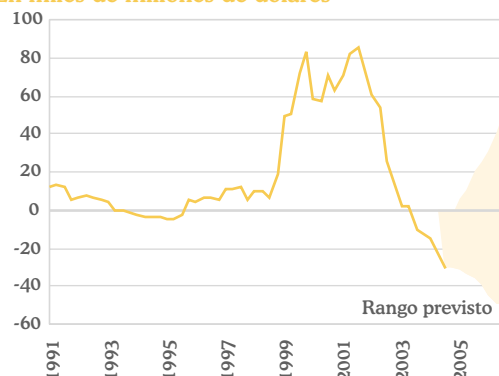
Precisamente con el objeto de captar esta relación cambiante en el tiempo entre los fundamentos y el tipo de cambio dólar-euro se ha establecido una metodología de análisis, que com-

бина un conjunto de factores que afectan a la divisa y sus ponderaciones, lo que permite, mediante el cambio en estas ponderaciones captar el paradigma dominante en la evolución cambiaria. Los factores que se han identificado detrás de la evolución del dólar-euro se han agrupado en tres bloques, aunque es difícil admitir que estos tres bloques considerados sean completamente ortogonales, un supuesto que sin embargo se va a utilizar en un intento de simplificar el análisis. En primer lugar, un conjunto de variables que hasta finales de los noventa eran capaces de aproximar el comportamiento del dólar-euro y que son fundamentalmente los diferenciales de precios, de productividad y de tipos de interés entre EEUU y la UEM. Su relación con el dólar-euro se establece mediante un modelo de corrección del error. La metodología permite contemplar distintos escenarios para estas variables y agregarlas en un único resultado utilizando las probabilidades de estos escenarios.

En segundo lugar, destaca un conjunto de variables que recogen el "paradigma de los desequilibrios" y que de manera amplia son variables relativas al déficit por cuenta corriente y a la forma en que este déficit se financia, en particular, de la calidad de los flujos de fondos entre EEUU y la UEM. En este caso, se agregan los resultados de dos ejercicios. Por un lado, se estima la depreciación máxima del dólar en un contexto de ausencia de ajuste fiscal, y, por tanto, de ajuste en la balanza corriente. Se asume además que ese ajuste se traslada por completo al tipo de cambio bilateral dólar-euro, un supuesto que podría relajarse si otras divisas, como el remimbi chino, se revaluasen frente al dólar. El caso alternativo es aquel en el que se ajusta el déficit fiscal y no es necesario una depreciación adicional del dólar de la que ya ha tenido lugar. Se obtienen así dos escenarios: ajuste fiscal y no ajuste fiscal. Por otro lado, se estima la relación entre el dólar-euro y los flujos de inversión considerados como de mayor calidad, las fusiones y adquisiciones bilaterales entre EEUU y la UEM. Con ello se puede proyectar la evolución esperada del tipo de cambio en distintos escenarios plausibles para estos flujos de fusión y adquisición: en concreto se plantea un rango desde un escenario optimista para el dólar, de buena calidad de flujos o de recuperación de las operaciones netas de fusión y adquisición de Europa hacia EEUU hasta otro pesimista para la divisa estadounidense en el que los flujos de fusión y adquisición netos de Europa hacia EEUU siguen siendo negativos, si bien es cierto que se ralentiza el ritmo de desacumulación de estas operaciones que se ha observado en los últimos años (véase gráfico adjunto). Finalmente, los resultados de estos cuatro escenarios (ajuste fiscal, no ajuste fiscal, buena calidad de flujos y mala calidad de flujos) se agregan a partir de las probabilidades que se otorga a cada uno de ellos.

Flujo neto de fusiones y adquisiciones entre EE.UU. y la UEM

En miles de millones de dólares



Fuente: Thomson Financial Securities y BBVA

¹ A las complicaciones habituales de modelizar el tipo de cambio se une el hecho de que es necesario utilizar un tipo de cambio sintético para el euro antes de 1999. De igual forma las variables explicativas para la UEM deben reconstruirse antes de 1999, lo que se ha hecho agregando para los 11 países que inicialmente formaron parte del área monetaria.

² Véase Gourinchas P. O. y H. Rey (2005): "Internacional financial adjustment", CEPR documento de trabajo nº 4923.

³ Véase por ejemplo Galati G. y C. Ho (2001): "Macroeconomic news and the euro/dollar exchange rate" BIS, documento de trabajo nº 105 o Fender I. y G. Galati (2001): "The impact of transatlantic M&A activity on the dollar/euro exchange rate" BIS, revista trimestral.

⁴ Véase Frömmel, M., R. MacDonald y L. Menkhoff (2003): "Do fundamentals matter for the D-mark-euro/dollar? A regime switching approach", documento de trabajo, Universidad de Hannover.

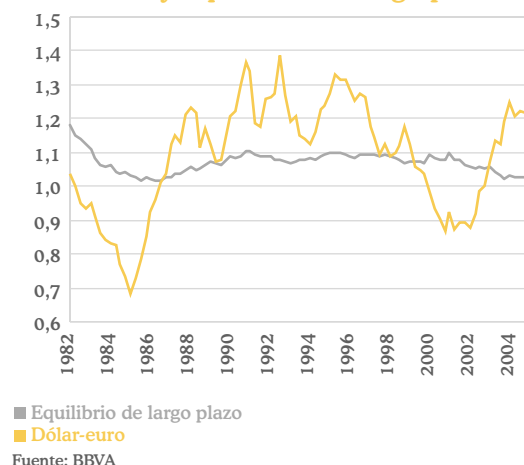
Por último, hay un conjunto de variables que tratan de recoger el riesgo geopolítico, una incertidumbre que ha influido notablemente en la evolución del tipo de cambio en los primeros años de esta década. De hecho, un mayor riesgo geopolítico se ha traducido en una depreciación del dólar frente al euro. Este riesgo se aproxima mediante el precio del oro y mediante la evolución de la bolsa estadounidense. De nuevo se diseñan dos escenarios para el riesgo geopolítico, que se modere o que se mantenga en los niveles actuales, que se agregan con las probabilidades estimadas para cada uno de ellos.

¿Cómo va a afectar a la evolución del dólar en 2005 y 2006 el comportamiento de cada uno de estos grupos de variables? El primer grupo de variables, las variables macroeconómicas que a finales de los noventa explicaban la evolución del dólar, podrían ser un apoyo para el dólar por dos razones. En primer lugar, porque el dólar se encuentra actualmente infravalorado respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo estimado a partir de una paridad del poder adquisitivo corregido por productividad (este largo plazo se sitúa en torno al 1,05, como se ve en el gráfico adjunto). En segundo lugar, porque parece que está consolidando la posibilidad de que EEUU continúe aumentando sus tipos de interés, incluso a mayor ritmo del que se preveía hace unos meses, mientras que hay crecientes dudas sobre el momento en el que la UEM iniciará su ciclo alcista de tipos. Todo ello llevaría a un dólar-euro en niveles por debajo de 1,2 a finales de 2006.

El segundo grupo de variables, el déficit corriente y su financiación dan un sesgo depreciador al dólar. La probabilidad de un ajuste fiscal es mínima, por lo que el resultado más probable es que el dólar continúe depreciándose en los próximos meses. Además, atendiendo a la evolución reciente de los flujos de fusiones y adquisiciones no parece que se vaya a producir un repunte de estas operaciones a favor de EEUU. Todo ello configura un escenario en el que con un 60% de probabilidad (el producto de ausencia de ajuste fiscal y flujos de baja calidad) el dólar se depreciaría hacia niveles próximos a 1,5 con el euro a finales de 2006. Con un 35% de probabilidad se depreciaría algo menos, hacia el 1,44, y sólo con un 5% de probabilidad (ajuste fiscal y recuperación de los flujos de buena calidad) se apreciaría hacia el 1,25, como se observa en el cuadro adjunto.

En relación al tercer grupo de variables, las que recogen el riesgo geopolítico, los últimos acontecimientos han aumentado la probabilidad de que se reduzca este factor de incertidumbre. En el escenario de menor riesgo geopolítico, al que se da un 80% de probabilidad, el dólar se apreciaría hacia niveles de 1,25 a finales de 2006.

Dólar-euro y equilibrio de largo plazo



¿Con que ponderaciones se agregan estos tres grupos de variables para obtener un pronóstico para los próximos trimestres? En todos los casos se va a utilizar una ponderación pequeña para el riesgo geopolítico, un 10%. La distribución de la probabilidad entre los otros dos grupos de variables depende de cual de las dos, el trinomio productividad-precios-tipos de interés o el ajuste de la balanza corriente, vaya a ser las dominantes en los próximos meses. En marzo de 2005, el balance se ha inclinado hacia las primeras, ante el aumento del diferencial de tipos de interés de largo plazo entre EEUU y la UEM. De mantenerse este comportamiento (ponderación del 50% para productividad-precios-tipos de interés y un 40% para el ajuste corriente) el dólar-euro cotizaría a niveles de 1,3 hasta fin de 2006. Sin embargo parece fácil que resurja el temor al desequilibrio de balanza corriente (aumentando la probabilidad de esta variable hasta el 70% en algún momento), con lo cual el dólar se depreciaría hasta 1,4 con el euro. Este rango 1,3-1,4 es el que se va a mantener como pronóstico para el dólar en 2006. Esto supone un promedio de 1,35 para el dólar-euro en 2006, no muy distinto del promedio de 1,32 de 2005.

Hay dos elementos que podrían alterar ligeramente este escenario. El primero es una revaluación del remimbi chino que podría limitar la presión depreciadora sobre el euro en el peor escenario para la balanza corriente (no ajuste fiscal y mala calidad de los flujos). El segundo es un deterioro de la situación económica en la UEM que podría llevar a dar una ponderación mayor de los factores macroeconómicos y dar menos ponderación al desajuste de balanza corriente en EEUU. En ambos casos el rango para el dólar-euro en 2006 sería de 1,25-1,35. En promedio la divisa se quedaría en el 1,29, no muy distinto al 1,30 que sería el promedio de 2005.

En conclusión, no se espera una depreciación adicional significativa del dólar con el euro en 2006.

Pronósticos para el dólar-euro para los distintos factores

	Pronósticos para el dólar-euro				Probabilidad
	Actual	dic.05	jun.06	dic.06	
1. Productividad-precios-tipos de interés	1,30	1,24	1,19	1,16	
2. Balanza corriente					
Ajuste fiscal					
Calidad de flujos: buenos	1,30	1,30	1,27	1,26	5%
Calidad de flujos: malos		1,41	1,41	1,43	20%
No ajuste fiscal					
Calidad de flujos: buenos		1,42	1,42	1,44	15%
Calidad de flujos: malos		1,45	1,46	1,49	60%
3. Riesgo geopolítico					
Menor riesgo	1,30	1,30	1,27	1,25	80%
Se mantiene el riesgo		1,35	1,33	1,33	20%

Fuente: BBVA

Pronósticos para el dólar-euro agregando los distintos factores según ponderaciones

1. Producti v.- precios-tipos de interés	Ponderación de los factores			Escenarios para el dólar-euro			
	2. Balanza corriente	3. Riesgo geopolítico	Actual	dic.05	jun.06	dic.06	
50%	40%	10%	1,30	1,33	1,31	1,30	
35%	55%	10%		1,36	1,35	1,35	
20%	70%	10%		1,39	1,39	1,40	

Fuente: BBVA

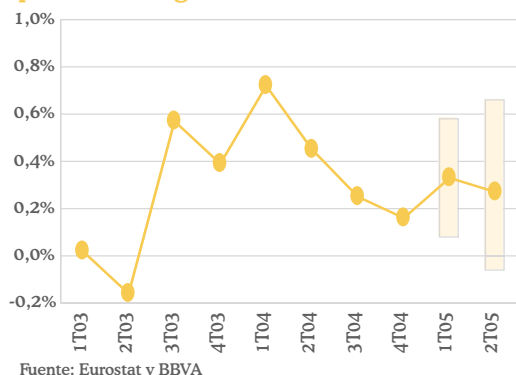
Los modelos apoyan las expectativas de recuperación europea

Para seguir la coyuntura europea, se utilizan distintos tipos de indicadores y modelos estructurales y de previsión, que ayudan a configurar un escenario de crecimiento para la zona internamente coherente y consistente con las perspectivas de las variables externas, exógenas al área.

En el análisis del corto plazo, se utiliza el indicador de actividad ISA-BBVA¹, complementado con indicadores de algunos de los componentes del PIB. Con la metodología habitual de los indicadores sintéticos, incorpora indicadores parciales que presentan una elevada correlación contemporánea con el ciclo de crecimiento. Las variaciones trimestrales de los indicadores seleccionados (en este caso, confianza industrial, producción industrial y venta de automóviles) se estandarizan y agregan dando lugar a un indicador sintético cuyas variaciones trimestrales mantienen una relación directa con las variaciones trimestrales del PIB. En una versión posterior y con el fin de captar también el sector exterior, se ha incluido el tipo de cambio efectivo. Estos indicadores son, en general, muy útiles a corto plazo, porque dada la prontitud en la obtención de la información de los indicadores parciales, es posible anticipar la evolución de la actividad del trimestre, pero la incertidumbre de las previsiones se incrementa conforme se amplía su horizonte temporal.

El ISA-BBVA apunta a que el crecimiento durante la primera mitad del año será moderado, en un rango de crecimiento trimestral en el primer trimestre del año de (0,2-0,4).

UEM: Crecimiento trimestral del PIB y previsión según ISA-BBVA



Para la previsión a medio plazo, se utiliza el modelo BBVA-ARIES², un modelo trimestral con once variables, basado en la metodología de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR). Este tipo de modelos, que se han demostrado muy competitivos en la práctica predictiva, combinan las características de los modelos VAR (multivariantes que tratan como endógenas todas las variables) con la incorporación de información a priori estocástica para evitar el problema de sobreparametrización. Las variables seleccionadas pretenden ser representativas de las que inciden sobre la economía de la UEM. Así se pueden agrupar en cuatro bloques: el bloque externo, que incluye un índice de precios de materias primas (CRB), una aproximación al PIB no UEM (OCDE más Argentina y Brasil), y el tipo a tres meses de EE.UU., que recogen, alternativamente, las perturbaciones en los precios de los *commodities*, las perturbaciones reales externas y las perturbaciones financieras externas. Un segundo bloque monetario, que incluye los tipos a 3 meses y 10 años de la UEM, el tipo de cambio frente al dólar y el agregado monetario M3. El tercer bloque sería el fiscal, con el ratio de déficit público sobre PIB, y un cuarto bloque con las variables clave de precios y actividad internos como el PIB de la UEM, el IPC y los salarios. Como criterio de

¹ Véase recuadro: "Un indicador de actividad para la UEM: ISA-BBVA" en *Situación Global*, BBVA, febrero 2001.

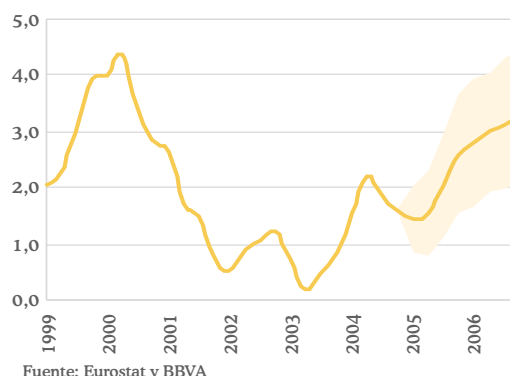
² Véase Ballabriga y Castillo (2000): "Aries: un modelo de previsión y simulación para la economía de la UEM", documento de trabajo de BBVA, nº1/00.

optimización se consideró minimizar el error de la predicción de todas las variables a un plazo de dos a tres años.

El modelo BBVA-Aries apunta a una aceleración del crecimiento en la segunda mitad de 2005, basado en un perfil de precios de materias primas muy favorable y un crecimiento mundial que se mantiene relativamente elevado.

PIB de la UEM y previsiones según BBVA-ARIES

En tasa interanual



Por último, y para asegurar la consistencia de las previsiones, se utiliza un modelo estructural multiecuacional (MEMS), con 15 ecuaciones de comportamiento, basado en el Area Wide Model (AWM) del BCE³. Este modelo, a pesar de sus limitaciones, es fundamentalmente *backward-looking*, no contempla canales de crédito e incorpora un concepto de riqueza incompleto, resulta muy útil, además de para evaluar la coherencia de las previsiones, para analizar la respuesta a diferentes shocks mediante ejercicios de simulación. Las ecuaciones se pueden agrupar en tres bloques: bloque de demanda, bloque de oferta y bloque monetario. El PIB viene determinado a corto plazo por la demanda, con ecuaciones estándar de consumo, exportaciones e importaciones, y una inversión resultado del proceso de maximización de beneficios en el bloque de oferta. En el largo plazo, son el empleo, el capital y el progreso técnico los que determinan el PIB. En el subbloque de precios y salarios, los salarios se determinan por una curva de Phillips.

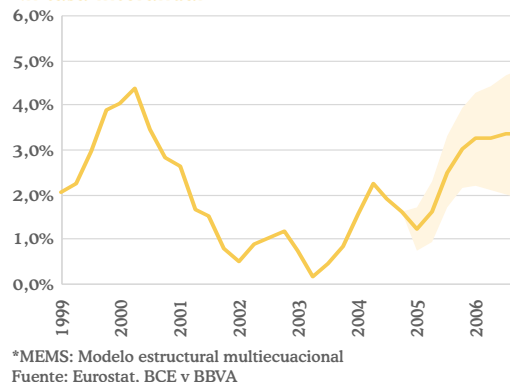
Con los supuestos de entorno exterior previsto, el MEMS confirma una aceleración de la actividad impulsada por la demanda interna, particularmente la inversión, con un comportamiento del sector exterior ligeramente negativo.

En definitiva, diferentes instrumentos de análisis confirman las expectativas de un crecimiento moderado durante la primera mitad del año que cobrará fuerza posteriormente.

³ Véase Artículo "Los efectos de una reducción de tipos de interés en la UEM", *Situación global BBVA*, marzo 2003

PIB de la UEM y MEMS

En tasa interanual



Reestructuración empresarial

En los últimos años las empresas europeas han realizado una significativa reestructuración, ajustando la inversión y, en menor medida, el empleo, y llevando a cabo un profundo saneamiento financiero. Ello las sitúa en una posición más favorable para la inversión.

De 2000 a 2003, en un entorno de elevada incertidumbre y desaceleración mundial, la inversión en bienes de equipo en el conjunto del área registró una caída acumulada del 4,6%. En términos de empleo el ajuste fue menor que el registrado en otras desaceleraciones, con una creación de empleo que se moderó significativamente, pero no llegó a caer en el conjunto del área.

Además de al descenso de la demanda, las empresas europeas se tuvieron que enfrentar a una creciente dificultad de acceso a financiación, en parte derivado del elevado nivel de endeudamiento que habían alcanzado. La corrección bursátil no sólo incrementó el coste de capital de las empresas, sino que elevó su ratio de endeudamiento en relación a su valor de mercado, al tiempo que se producía una ampliación de los spreads bancarios y corporativos como consecuencia del aumento de la percepción de riesgo de crédito. En este contexto, el crecimiento de los préstamos bancarios a empresas no financieras se redujo a tasas del entorno del 3% tras haber crecido por encima del 10% durante 2000, mientras que la emisión de valores, y particularmente acciones, se desaceleraba considerablemente.

En este escenario, las empresas no financieras europeas han canalizado más recursos hacia el saneamiento de balances (en detrimento de la inversión) y han recurrido en menor medida a la financiación externa. De esta forma, han moderado en los últimos años la adquisición neta de activos financieros y no financieros, reduciendo así su necesidad de endeudamiento, y aumentando su ratio de financiación interna¹.

El proceso de saneamiento financiero ha permitido estabilizar el ratio de deuda sobre PIB, que se había disparado en años anteriores. Además, la recuperación bursátil y el aumento de ingresos han contribuido a corregir el deterioro previo de otras medidas de endeudamiento como el ratio de deuda so-

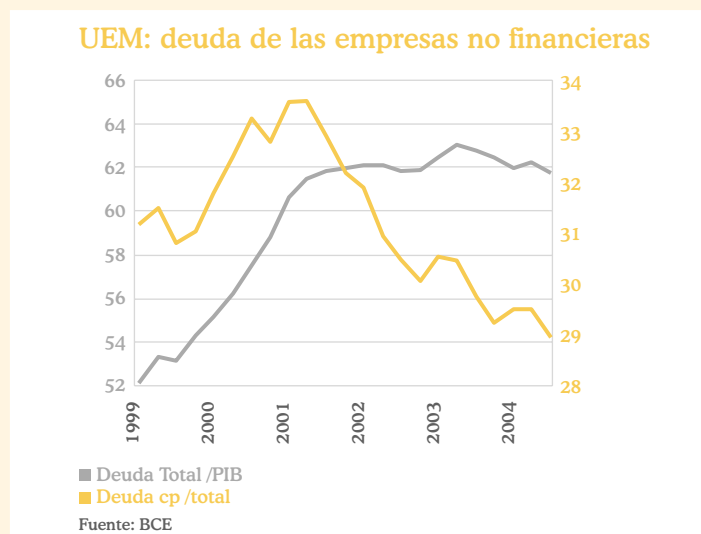
bre acciones o el ratio de deuda sobre fondos internos. Asimismo, se ha aprovechado para sustituir deuda a corto plazo por deuda a más largo plazo. La incógnita reside ahora en cuándo darán las empresas el proceso de saneamiento de balances por finalizado y se animarán a invertir, una vez que las condiciones para ello han mejorado sustancialmente.

Alemania, ¿el ajuste es suficiente?

En Alemania, donde la desaceleración cíclica fue más pronunciada, el ajuste empresarial también ha sido más acusado, tanto en inversión en bienes de equipo (con un descenso acumulado de 2000 a 2003 de más del 11%) como en empleo (dónde sí se produjo un descenso neto del número de empleados del 1,5%). Los problemas de acceso a la financiación también fueron mayores, en parte derivados de las dificultades por las que atravesó el sector bancario.

En este contexto, no es de extrañar la importante reestructuración de balances que han llevado a cabo las empresas alemanas en los últimos años, como muestra el saldo positivo que, durante dos años consecutivos, ha arrojado la cuenta de adquisiciones netas de activos no financieros², algo poco habitual en el sector de empresas no financieras. Detrás de este saldo positivo se encuentra una formación neta de capital en mínimos desde la reunificación. Algo que, junto a la moderación significativa de la adquisición neta de activos financieros, se corresponde con unos pasivos financieros netos contraídos también en mínimos.

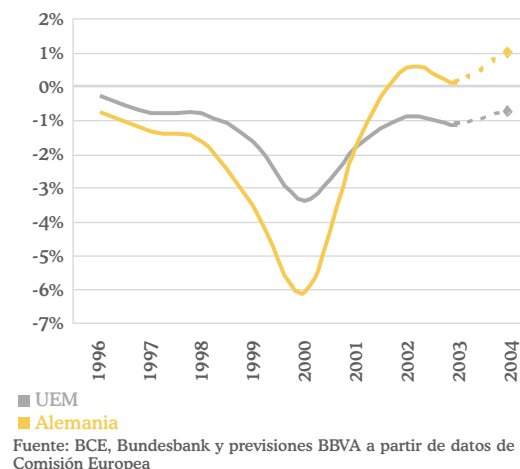
Al igual que en el resto de Europa, los ratios de endeudamiento de las empresas alemanas han mejorado, y se ha aumentado la proporción de deuda a largo plazo sobre el total. En este caso, además, el ratio de deuda sobre PIB se ha moderado. Aunque persisten algunas dudas, parece que el grado de restricción al crédito también ha disminuido considerablemente en Alemania³, lo que deja la reactivación de la inversión a expensas de las expectativas de los empresarios alemanes.



¹ Porcentaje de financiación total con cargo a recursos propios.

Capacidad de financiación de las empresas no financieras

En % del PIB



² Previsiblemente tres años, según apuntan las previsiones de 2004.

³ Los préstamos bancarios a empresas en Alemania están cayendo en términos reales, pero según se desprende de las encuestas de préstamos bancarios se debe más a un problema de demanda que de restricción de oferta (Véase Bundesbank (2005), boletín mensual de febrero).

¿Le ocurre algo “atípico” al consumo?

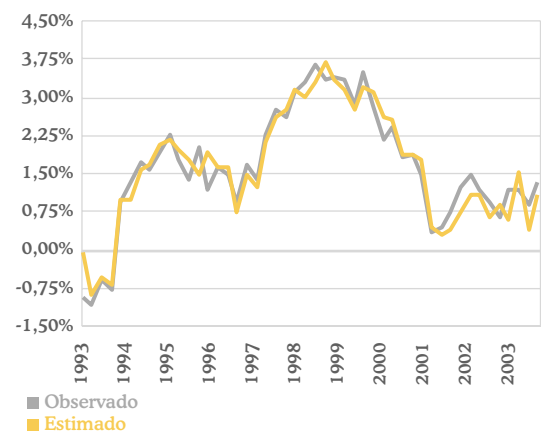
La debilidad del consumo privado en la UEM es uno de los factores que más preocupación ha suscitado en el último año, en la medida en que representa un lastre para la esperada recuperación. Su crecimiento fue de apenas un 1,0% en 2004, lo que contrasta con los incrementos por encima del 3% registrados en EE.UU. El agregado europeo, además, oculta evoluciones muy dispares de distintos países. Desde economías como la española, con tasas “a la estadounidense”, a otras con incrementos negativos, como Alemania. Es más, la creciente divergencia en el crecimiento del PIB de los distintos países europeos se puede explicar, en gran parte, por las diferencias en el comportamiento del consumo privado.

Ante esta pobre evolución del consumo se ha postulado que pueden existir elementos “excepcionales” que estén afectando negativamente al consumo en algunos países. En concreto, se apunta a la incertidumbre generada por el deterioro de las cuentas públicas y las dudas sobre la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones y asistencia sanitaria. Algo que, junto a lo titubeante de la recuperación, podría estar llevando a las familias a aumentar su ahorro por motivo de precaución. En Alemania, concretamente, el temor al impacto de las reformas de la “Agenda 2010” podría estar impulsando el aumento de la tasa de ahorro de las familias y su orientación hacia activos financieros de bajo riesgo.

Sin embargo, no es necesario acudir a argumentos de incertidumbre para explicar el comportamiento del consumo privado en la UEM. En contra de lo que han señalado otros organismos¹, su evolución parece ajustarse bastante fielmente a la de sus determinantes fundamentales, renta disponible y riqueza. Las estimaciones de funciones estructurales de consumo² no muestran desviaciones significativas en los últimos años entre el valor estimado y el observado, tanto para el conjunto de la UEM como para los principales países (Alemania, Francia, Italia y España).

El principal determinante del consumo privado es la renta disponible real de los hogares, que los últimos tres años, en el conjunto de la UEM, ha crecido en torno al 1%, con importan-

UEM: consumo privado



Fuente: Eurostat y BBVA

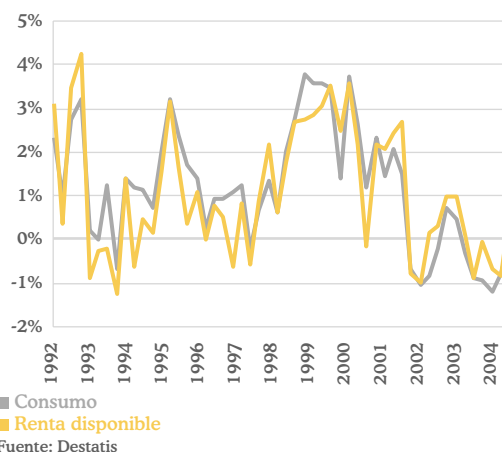
¹ Comisión Europea (2004): “Quarterly Report on Euro area”, volumen 3 nº1 y Banco de España (2004): “El consumo privado en la UEM”, Boletín Económico julio-agosto.

² Definidas en términos de mecanismo de corrección del error, en las que el consumo está determinado, en el largo plazo, por la renta bruta disponible real de los hogares y la riqueza.

tes divergencias por países. En Alemania, uno de los países en los que la influencia de la renta disponible sobre el consumo es mayor (mayor elasticidad), esta variable ha estado cayendo hasta 2004, reflejando la todavía débil situación del mercado laboral. Por el contrario, el dinamismo de la renta disponible en España ha contribuido a que el consumo crezca a tasas superiores a las del PIB.

Alemania: consumo y renta disponible real

En tasa interanual



Fuente: Destatis

La riqueza inmobiliaria también ha presentado, en los últimos años, evoluciones dispares por países. En aquellos (principalmente en España y más recientemente en Francia) en los que ha evolucionado más favorablemente, ha sustentado los incrementos de la riqueza total, impulsando el consumo privado. En Alemania, donde su comportamiento ha sido desfavorable, la riqueza inmobiliaria habría contribuido al deterioro del total de la riqueza, deprimiendo el consumo³.

La riqueza financiera, en cambio, ha tenido una evolución similar en el conjunto del área, debido a la elevada correlación existente entre los mercados financieros. La recuperación de los mercados bursátiles a escala global, después del importante retroceso tras estallar la burbuja tecnológica, permitirá que ésta pase de ser un detractor de consumo a contribuir a su crecimiento.

En suma, las estimaciones apuntan a que la pobre evolución del consumo en la zona euro en los últimos años se ajusta a la evolución de la renta disponible y la riqueza, y son las diferentes evoluciones de éstas las que explican las diferencias entre países. El temor al impacto de las reformas no parece haber desempeñado un papel relevante en el pasado. Con vistas al futuro, el proceso reformador debería apoyar la recuperación del gasto de las familias que se verá impulsado por el previsible aumento de la actividad. Ya se está produciendo un incremento de los ingresos de las familias y la recuperación de las bolsas impulsa la riqueza financiera. En Alemania, en concreto, cabe esperar que, en un entorno de gradual recuperación, se corrija parcialmente el desequilibrio en la distribución de la renta nacional que se ha producido en los últimos trimestres, con incrementos prácticamente nulos de la compensación a empleados frente a incrementos del entorno del 5% del excedente bruto de explotación.

³ Si bien, en Alemania, el coeficiente asociado a la evolución de la riqueza inmobiliaria no es significativamente distinto de cero.

Exportaciones alemanas fuera de la UEM. El mercado es lo que importa

La exportación alemana, más dependiente del mercado que de los precios

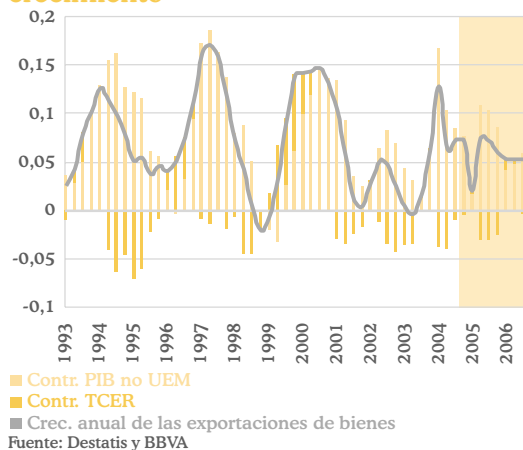
A lo largo de este año, muchas han sido las voces que han denunciado el riesgo que la apreciación del euro podría representar para las exportaciones alemanas y así se dificulte aún más la incipiente y débil recuperación económica del país. Sin embargo, la evolución reciente de éstas, apoyada en el dinamismo de la demanda global, cuestiona que dicho impacto pueda ser tan significativo.

Para justificar esta idea se estima un modelo de corrección del error para las exportaciones extra-UEM de Alemania. La estimación revela una sensibilidad positiva de éstas al PIB no UEM y negativa¹ al tipo de cambio efectivo real (TCER). La descomposición del crecimiento de las exportaciones en base a la función estimada muestra cómo ha dominado el efecto del crecimiento del PIB sobre el TCER.

De hecho, sobre la base del modelo estimado, una caída de 1% en el crecimiento del PIB extra-UEM reduciría el crecimiento de las exportaciones alemanas en 1,7%. Asimismo, una apreciación del TCER del 1% contraería el crecimiento de las exportaciones en -0,6%. Ahora bien, estos ejercicios no son estrictamente comparables, ya que el crecimiento del PIB extra-UEM y el TCER tienen volatilidades distintas. Si se corrigen por volatilidad, las diferencias se mantienen (aunque en menor magnitud). El impacto de un *shocks* bajista al PIB y alcista al TCER sobre las exportaciones es de -2,8% y -2,0% respectivamente.

A la luz de estas estimaciones parecería justificable la preocupación suscitada por la reciente apreciación del euro. Sin

Exportaciones reales y contribuciones a su crecimiento



embargo, esta preocupación debería relativizarse al considerarse la favorable evolución del entorno global. En este contexto, como puede observarse en el gráfico, el crecimiento de la actividad fuera de la zona euro ha más que compensado el impacto de la apreciación del tipo de cambio. Ello puede ser debido a que el 60% de las exportaciones alemanas están compuestas por bienes con un elevado componente tecnológico (motor, maquinaria, construcción etc.), lo que les hace

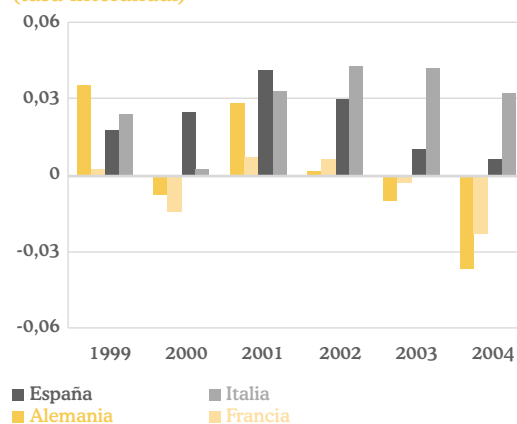
¹ La sensibilidad de las exportaciones al PIB y al TCER es en el largo plazo 1,53 y -0,52 respectivamente. En el corto plazo estas elasticidades son similares.

ser menos susceptibles a la sustitución y por lo tanto menos competidores en precios. Esta naturaleza podría contribuir a que la sensibilidad de las exportaciones alemanas a una apreciación del tipo de cambio sea inferior a las de otros países más especializados en bienes más precio-competitivos, como podría ser Italia. Además, a ello se suma el importante esfuerzo que ha venido realizando la economía alemana para ganar competitividad, lo que se refleja en la evolución de los costes laborales unitarios, que se han venido reduciendo desde el año 2001.

A futuro, el mantenimiento del dinamismo de la demanda supondría un impulso para las exportaciones alemanas que po-

Costes laborales unitarios

(tasa interanual)



dría más que compensar el deterioro acumulado del tipo de cambio. Así, las exportaciones alemanas hacia fuera de la UEM, aunque probablemente crecerán menos de lo observado en 2004, continuarán siendo bastante dinámicas, mostrando crecimientos del 5% en 2005 y 6% en 2006² en nuestro escenario central. En escenarios más extremos, como podría ser el de crecimiento de los mercados cercano al 3%³ o el de fuerte apreciación del TCER (por encima del 7%) las exportaciones crecerían 3,5% y 2,5% respectivamente en promedio durante 2005-2006.

Alemania: Exportación, PIB mundo ex UEM y TCER

Tasas de crecimiento anual

Año	PIBexUEM		TCER		Exportaciones		
	Base	Alt 1	Base	Alt 2	Base	Alt 1	Alt 2
2002	3,4%		3,7%		3,3%		
2003	4,5%		7,3%		1,0%		
2004	5,3%		2,2%		8,1%		
2005	4,4%	3,1%	2,1%	7,2%	4,9%	3,0%	2,9%
2006	3,7%	2,4%	1,5%	5,7%	5,8%	3,7%	2,2%

Alt #: escenario alternativo
Fuente: BBVA

² Lo que supondrá que las exportaciones totales (incluyendo las intra UEM) crezcan algo más del 4,0% en el mismo periodo.

³ Media histórica 3,7%.

3. España, se mantiene el patrón de crecimiento

El entorno exterior añadirá dinamismo a la economía española

Como se ha detallado en el punto anterior, el entorno exterior en el que se desenvolverá la economía española en 2005 y 2006 continuará siendo relativamente dinámico, con un crecimiento superior a su promedio histórico tanto en términos de PIB como de comercio mundial. En este contexto, la UEM irá consolidando su recuperación cíclica paulatinamente, al crecer el 1,7% y el 2,4% en 2005 y 2006 respectivamente. Además, la ausencia de presiones inflacionistas y el carácter gradual de la recuperación moderan las subidas de tipos de interés esperadas en la UEM, que no se producirán hasta 2006, con lo que las condiciones financieras de la economía española seguirán siendo holgadas.

En este escenario, la economía española acelerará su PIB hasta el 3,0% y 2,8% respectivamente en 2005 y 2006, apoyada en el continuo dinamismo de la demanda interna e impulsada adicionalmente por el gradual fortalecimiento del crecimiento de la UEM, que creará un clima más favorable para la inversión e impulsará las exportaciones. Además, se mantendrá el impulso de la renta y de la riqueza de las familias, así como de los históricamente bajos tipos de interés sobre el gasto en consumo y construcción residencial. No obstante, las importaciones continuarán aumentando a tasas más altas que las exportaciones, manteniendo en niveles relativamente elevados el drenaje del sector exterior al crecimiento y el déficit por cuenta corriente.

España, impulso exterior a través de inversión y exportaciones

La inversión empresarial, medida a través de la Inversión en Equipo y Otros Productos de la Contabilidad Nacional, consolidó a lo largo de 2004 una expansión que situó su crecimiento medio en el 4,9%, el mayor desde 2000. Las perspectivas futuras de un mayor crecimiento de la inversión en España se fundamentan en el bajo coste del capital, las positivas perspectivas de actividad en Europa y la situación finan-

Gráfico 3.1. Crecimiento del PIB

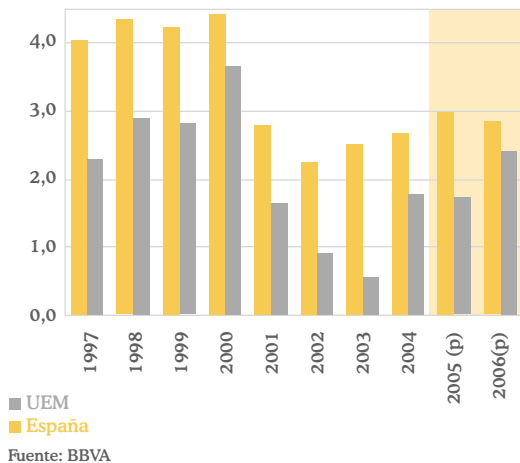
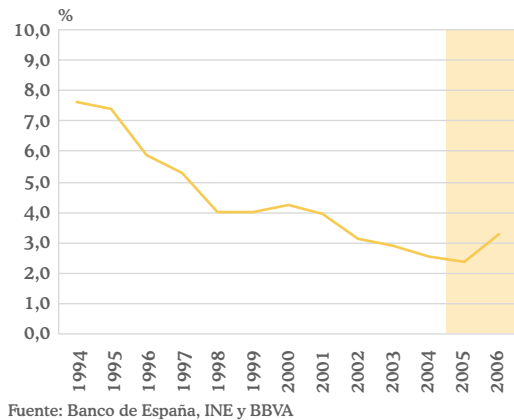


Gráfico 3.2. Coste real de uso del capital



Cuadro 3.1. España: crecimiento. Demanda y oferta

tasas a/a	2003				2004				2005				2003	2004	2005	2006
	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)	2,9	2,7	3,0	2,9	3,4	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	3,2	3,1	2,9	3,5	3,3	3,1
Consumo AA.PP.	4,0	3,5	3,8	4,2	4,6	4,7	4,8	5,4	5,0	4,7	4,7	4,7	3,9	4,9	4,8	4,0
FBCF	3,4	3,6	3,1	2,6	2,7	4,0	5,8	6,0	6,1	6,1	5,8	5,5	3,2	4,6	5,9	5,3
Equipo y otros	2,3	2,3	1,7	0,7	0,7	3,8	7,5	7,4	7,6	7,7	7,4	7,3	1,7	4,9	7,5	7,0
Construcción	4,2	4,6	4,1	4,2	4,2	4,1	4,6	4,9	5,0	4,8	4,5	4,1	4,3	4,4	4,6	4,0
Var. existencias (*)	-0,8	-0,2	0,9	0,4	0,2	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	2,4	2,9	4,2	3,6	3,8	4,4	4,6	4,6	4,6	4,5	4,4	4,3	3,3	4,4	4,4	4,0
Exportaciones	1,9	3,9	3,1	1,6	5,5	3,3	4,1	5,2	5,5	6,0	6,1	6,3	2,6	4,5	6,0	7,0
Importaciones	2,8	4,7	7,9	3,7	8,0	8,2	9,5	10,2	9,7	9,2	9,1	9,0	4,8	9,0	9,2	9,0
Saldo exterior (*)	-0,4	-0,4	-1,6	-0,8	-1,0	-1,7	-2,0	-1,9	-1,7	-1,4	-1,4	-1,4	-0,8	-1,7	-1,5	-1,2
PIB pm	2,1	2,5	2,6	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,9	3,1	3,0	2,9	2,5	2,7	3,0	2,8
Agricultura	-2,9	-1,7	-1,2	0,5	1,1	-0,8	-0,4	-2,1	-2,9	-0,9	-2,7	2,4	-1,4	-0,6	-1,1	0,8
Industria (2)	1,6	1,2	1,0	1,2	1,5	2,3	2,5	2,3	3,5	3,8	2,7	3,6	1,3	2,1	3,4	2,2
Construcción	4,4	5,1	4,1	3,5	3,6	3,4	3,7	4,0	4,8	3,5	2,4	2,8	4,3	3,7	3,4	2,9
Servicios	1,9	2,2	2,6	2,7	3,0	2,8	2,5	2,7	2,8	3,0	3,3	2,6	2,4	2,8	2,9	2,9
de mercado	1,5	2,1	2,4	2,4	3,0	2,7	2,3	2,1	2,3	2,4	2,9	2,5	2,1	2,5	2,5	2,5
de no mercado	3,1	2,8	3,3	3,9	3,2	3,0	3,3	4,6	4,3	5,0	4,5	3,0	3,3	3,5	4,2	4,1
Impuestos netos s/productos	4,4	7,5	6,2	7,8	3,8	3,4	4,1	4,7	3,1	4,2	4,4	3,0	6,5	4,0	3,7	3,8

(*) Aportación al crecimiento del PIB
 (1) Incluye a las ISFLSH
 (2) Energía y ramas industriales
 Fuente: INE y previsiones BBVA

ciera de las empresas españolas, con unas ratios de rentabilidad que no suponen ningún freno a la actividad inversora.

En cuanto a las expectativas de actividad, el escenario europeo mejorará a lo largo de 2005 y más intensamente en 2006. Además, la contribución de la demanda interna será cada vez mayor, lo que dada la integración comercial de España en la UEM, supondrá un impulso cada vez más determinante de la inversión de las empresas españolas. Ello se refleja en que la elasticidad de largo plazo de la inversión española al PIB de la UEM se ha incrementado entre el periodo 1980-1993, cuando entró en vigor el Mercado Único Europeo, y 1994-2004. A la vez, la estimación de la elasticidad de la inversión al PIB español se ha reducido entre ambos periodos.

Respecto a las variables financieras relevantes para la inversión, por una parte, el coste real de uso del capital registrará en 2005-06 sus niveles más bajos de los últimos 20 años, aunque es previsible que en 2006 se interrumpa la tendencia de caídas continuadas que registra esta variable desde comienzos de los años 90 (Gráfico 3.2). Finalmente, la evolución de las cuentas de resultados de las empresas también es muy positiva, con incrementos de los beneficios cada vez mayores desde 2000, como muestra la Central de Balances del Banco de España.

Las exportaciones de bienes también repuntaron en 2004 favorecidas por la mejoría del entorno exterior y a pesar del deterioro de la competitividad-precio de la economía, que se refleja también en la aceleración de las importaciones. El tipo de cambio efectivo real (TCER) de España frente a los países desarrollados, registró en 2004 su menor aumento desde 2000, resultado fundamentalmente de la apreciación del euro, mientras que los precios relativos de exportación cayeron el 0,5%.

Respecto al resto del área del euro, desde 2000 se ha producido una intensa y continuada desaceleración de los precios relativos de las exportaciones españolas hasta registrar un descenso del 0,3% en 2004 (Cuadro 3.2). Esta evolución bajista se ha producido también en algunos de los países de mayor peso del área, como Alemania y Francia, mientras que Italia ha mantenido una senda divergente, con un aumento medio anual desde 2000 del 2% en los precios de sus exportaciones.

La desaceleración registrada en las exportaciones al área del euro entre 2000 y 2003 se debió en mayor medida al menor aumento de la demanda que al deterioro de los precios relativos, que como se ha señalado, ha sido cada vez menos acusado desde 2001 (Gráfico 3.3). Por ello, es previsible que la consolidación de la recuperación cíclica de la UEM, paulatinamente a lo largo de 2005 y más intensamente en 2006, suponga una nueva expansión de las exportaciones españolas al área, como ya ocurrió a lo largo de 2004. Sin embargo, los sostenidos crecimientos de la demanda interna por encima del 4% en 2004 y 2005, así como los aumentos acumulados de precios relativos mantendrán el drenaje del sector exterior al crecimiento del PIB por encima de los niveles de años anteriores.

Deterioro de los precios relativos, márgenes y empleo

El impulso exterior se compensará en parte por el freno que supone el aumento acumulado por los precios relativos españoles, que además evolucionan de modo distinto según se trate de los sectores más abiertos a la competencia (manufacturas) o del conjunto de la economía. La desaceleración de los precios relativos de las exportaciones supone una moderación de márgenes de las empresas exportadoras tanto más intensa cuanto mayor sea la divergencia relativa entre los costes internos del país y los precios de venta al exterior. El Coste Laboral Unitario (CLU) relativo de las manufacturas españolas muestra desde 1999 unos crecimientos comparables a los de los precios relativos de las exportaciones

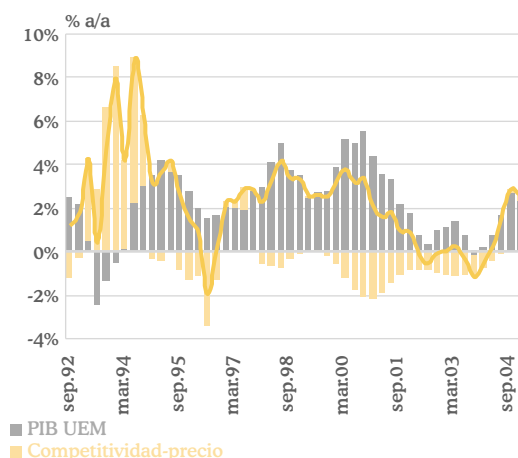
Cuadro 3.2. Precios relativos de las exportaciones vs UEM

(% a/a)	Italia	Alemania	Francia	Portugal	España
1999	0,6	-0,4	-0,9	0,7	0,9
2000	1,9	-2,3	-2,8	0,6	2,9
2001	2,2	-0,6	-1,7	0,5	1,5
2002	2,3	0,6	-1,9	0,5	1,5
2003	1,6	-0,5	0,3	-1,6	1,2
2004	2,4	-0,8	-0,2	-0,9	-0,3

Fuente: Comisión Europea y BBVA

Gráfico 3.3.

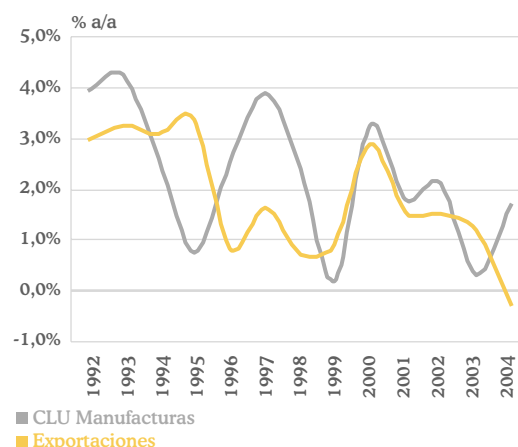
Exportaciones a la UEM Contribuciones al crecimiento



Fuente: BBVA, crecimiento sin inercia

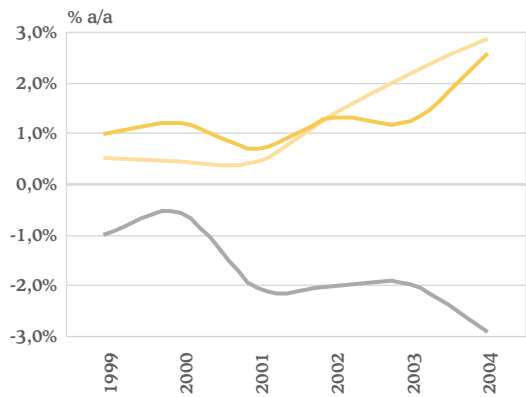
Gráfico 3.4.

España vs UEM, precios relativos



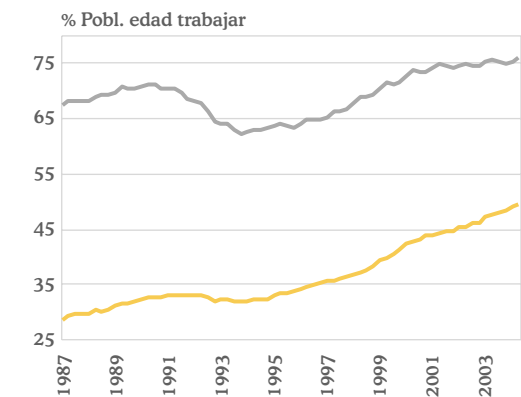
Fuente: Comisión Europea y BBVA

Gráfico 3.5.
CLU total vs UEM



■ Alemania
■ España
■ Italia
Fuente: Comisión Europea y BBVA

Gráfico 3.6.
EPA, tasa de empleo



■ Varones
■ Mujeres
Fuente: INE y BBVA

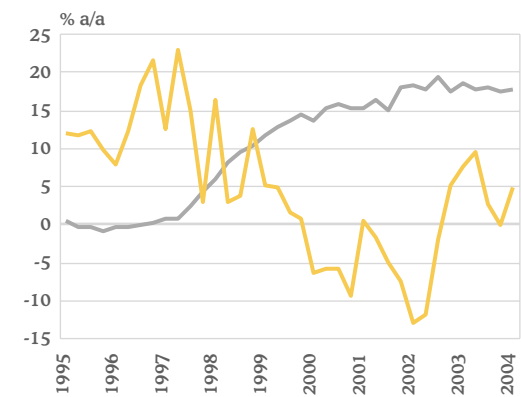
Cuadro 3.3.

Promedio 1999-03	Total		
	Población	Espanoles	Extranjeros
Tasa de Actividad (*)	53,6	53,2	71,4
Tasa de Empleo (*)	46,9	46,6	60,9
Tasa de Paro	12,6	12,5	14,6

(*) respecto a los mayores de 16 años

Fuente: INE y BBVA

Gráfico 3.7.
Riqueza neta real de los hogares



■ Inmobiliaria
■ Financiera
Fuente: Banco de España y BBVA

(Gráfico 3.4), lo que es coherente con una compresión de los costes de las empresas exportadoras españolas paralela a la de sus precios de venta. Esta moderación de costes se ha producido por la reducción del empleo: el sector industrial español, a diferencia del resto de la economía, destruyó empleo continuamente entre 2002 y 2004.

Sin embargo, el CLU español relativo a la UEM para el conjunto de la economía crece cada vez más rápido, a diferencia de los precios relativos de exportación españoles y de los CLU relativos de países como Alemania (Gráfico 3.5). Así, entre los grandes países del área del euro, sólo Italia mantiene una evolución comparable a la española. Esta diferencia en la evolución de los CLU del conjunto de la economía y de las manufacturas supone una rémora sobre la estructura de costes de las empresas manufactureras (exportadoras) en la medida en que se nutren de bienes y servicios del sector menos expuesto a la competencia exterior. Finalmente, el deterioro de los precios relativos de la economía española supone también una menor competitividad en el mercado interno, lo que favorece el incremento de las importaciones.

Soportes propios: renta y riqueza, empleo y vivienda

A la vez que se abre una perspectiva favorable para el crecimiento de las exportaciones y de la inversión ligadas a la recuperación cíclica en la UEM, en 2005 y 2006 se mantendrá el impulso que al gasto en consumo y construcción residencial proporciona la evolución de la renta y de la riqueza de los hogares en un entorno de históricamente reducidos tipos de interés.

En los últimos años, el aumento de la renta disponible de los hogares se ha apoyado especialmente en el incremento del empleo, que creció a un promedio anual del 2,5% entre 1995 y 2004, 1,5 puntos más que en el conjunto de la UEM. Así, la remuneración de asalariados representaba en 2003 el 77% del total de la Renta Familiar Bruta Disponible, cinco puntos más que en 1995.

Los elementos más destacables en la evolución del mercado laboral de los últimos años son dos: la incorporación de la mujer y el aumento de la inmigración. En lo que respecta a la población femenina, la tasa de empleo de las mujeres alcanzó en 2004 el 49% de aquellas en edad de trabajar, todavía por debajo del promedio europeo, pero 12 puntos más que sólo seis años antes. Por su parte, la tasa de empleo masculina creció en ese periodo siete puntos porcentuales, del 68% al 75%.

En cuanto a la inmigración, la población inmigrante en España tiene una estructura de edades muy diferente a la de la población nativa, con un mayor peso relativo en los grupos de edad de entre 20 y 44 años. Ello favorece tasas de actividad y empleo más altas, con diferenciales cercanos a los 15 puntos porcentuales en el promedio del periodo 1999-2003 (Cuadro 3.3).

En esta situación, el perfil acelerado del empleo a lo largo de 2004 se mantendrá en los próximos trimestres, impulsado adicionalmente por la mejora de las perspectivas cíclicas de las economías europea y española. Así, la creación de empleo en términos de la Contabilidad Nacional será del 2,2% en 2005 (2,1% en 2004), lo que junto a las perspectivas de ganancias salariales reales, en el entorno de 1,1 puntos porcentuales en promedio en 2005 y 2006, favorecerá que la renta disponible de los hogares crezca a tasas similares al PIB. Como resultado del crecimiento del PIB y del empleo, la productividad aparente del trabajo mantendrá su incremento en el 0,7% en promedio de 2005 y 2006, en línea con la media de los 10 últimos años y por debajo de los registros del conjunto de la UEM.

Por su parte, el valor de la riqueza en manos de los hogares suponía seis veces el valor del PIB de 2004. Mientras que el componente financiero de la riqueza está registrando una paulatina recuperación en línea con la evolución de los mercados de renta variable (Gráfico 3.7), el

componente inmobiliario mantiene crecimientos superiores al 15% anual desde 2001. Las perspectivas de la riqueza inmobiliaria son de una moderada desaceleración, coherentemente con las previsiones de precios de la vivienda, que de un crecimiento del 17% nominal a finales de 2004 pasarán a registrar tasas de variación de un dígito hacia el final del horizonte de previsión.

Al poner en relación el nivel de consumo de los hogares con el de renta disponible, riqueza inmobiliaria y riqueza financiera en manos de los hogares, la respuesta del gasto de las familias ante oscilaciones comparables de los dos componentes de la riqueza es mayor para el elemento financiero que para el inmobiliario. Sin embargo, la contribución de esta última a la evolución del consumo es más alta dado su mayor peso en el balance de las familias y los significativos aumentos registrados en los últimos años. Así, el crecimiento de la riqueza real inmobiliaria neta en manos de los hogares fue superior al 15% anual desde 2001 hasta 2004. Las perspectivas de evolución de esta variable en 2005 son de moderada desaceleración, coherentemente con las perspectivas vigentes para los precios de la vivienda, que de un crecimiento del 17% nominal a finales de 2004 pasarán a registrar tasas cercanas al 10% a finales de 2005 para ir acercándose paulatinamente a la inflación un año más tarde.

El incremento de la riqueza inmobiliaria ha supuesto un aumento del endeudamiento neto de los hogares españoles, cuya deuda para adquisición de vivienda se situaba en 2003 casi en el promedio del conjunto del área (42% del PIB y 46% respectivamente) mientras que en 1994 la posición relativa española era muy distinta (16% frente al 31% del conjunto del área). Con todo, no se considera que el nivel alcanzado constituya necesariamente una limitación al consumo futuro¹ dada la reducida carga financiera que supone y su distribución por niveles de renta, estimándose que en el escenario descrito, el consumo de los hogares mantendrá en los próximos trimestres crecimientos superiores al 3%, con una desaceleración muy moderada respecto al 3,5% registrado en 2004.

Respecto a la inversión en construcción, continuará creciendo en 2005 a tasas similares a las de 2004, mostrando posteriormente una leve desaceleración. La construcción residencial es un sector que se encuentra en situación de exceso de demanda, como reflejan las tensiones registradas en los precios. La moderación de ésta, como consecuencia del final de la caída de los tipos de interés y su posterior subida, tardará en producirse. En primer lugar, porque los tipos de interés no subirán hasta 2006, y en segundo lugar porque la respuesta de la actividad se produce con cierto retraso dado el relativamente largo periodo de maduración de la obra.

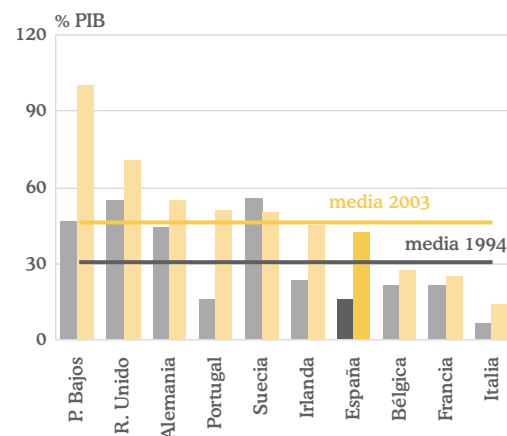
2005-06, el desequilibrio exterior continuará

El ciclo actual en el que se encuentra la economía española es el primero completo dentro de la UEM. La integración en el euro ha supuesto no sólo un entorno de estabilidad macroeconómica y de tipos de interés relativamente bajos, sino también la pérdida del tipo de cambio y por tanto, de la restricción que supone la necesidad de financiar el desequilibrio exterior en moneda nacional. Familias y empresas han recompuesto sus balances con un aumento del endeudamiento respondiendo al cambio estructural de unas condiciones financieras holgadas. Así, se ha producido un continuado aumento de la necesidad de financiación de la economía española, que se ha situado en 2004 en el 3,9% del PIB (Cuadro 3.4), 2,3 puntos más que en 2003. Descontadas las transferencia netas de capital, el saldo de la Balanza por Cuenta Corriente alcanzó el 5% del PIB, siendo previsible que se mantengan niveles similares en 2005 y 2006. Contablemente, este saldo

¹ San Martín, Ignacio, "Vivienda, consumo familiar y condiciones de financiación", *Situación Inmobiliaria* BBVA, enero 2005.

Gráfico 3.8.

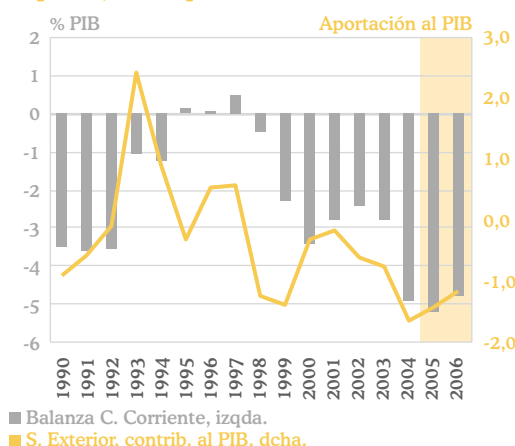
Deuda para adquisición de vivienda



Fuente: BCE

Gráfico 3.9.

España, desequilibrio exterior



Fuente: INE, Banco de España y BBVA

Cuadro 3.4. España, balanza de pagos

Saldos en porcentaje del PIB

	98	99	00	01	02	03	04
Cuenta Corriente	-0,5	-2,3	-3,4	-2,8	-2,4	-2,8	-5,0
Bienes	-3,5	-5,1	-6,2	-5,6	-5,0	-5,1	-6,5
Servicios	3,7	3,8	4,0	4,1	3,8	3,7	3,2
Rentas	-1,3	-1,6	-1,5	-1,7	-1,6	-1,4	-1,6
Transferencias	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0
Transf. Capital	1,1	1,2	0,8	0,9	1,1	1,2	1,1
Cap(+)/Nec(-) Fin.	0,6	-1,2	-2,6	-2,0	-1,3	-1,6	-3,9

Fuente: Banco de España y BBVA

Gráfico 3.10.

Diferencial entre ahorro e inversión

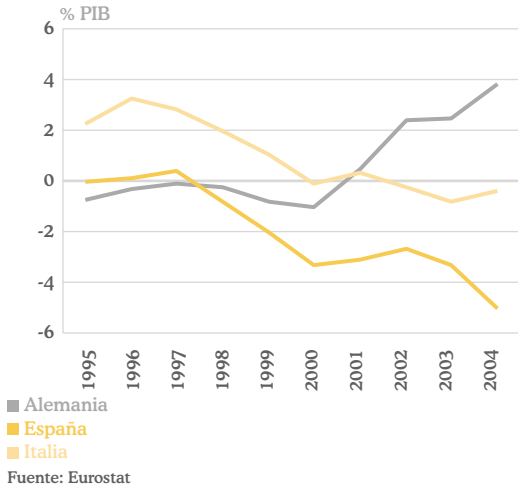


Gráfico 3.11.

Inflación

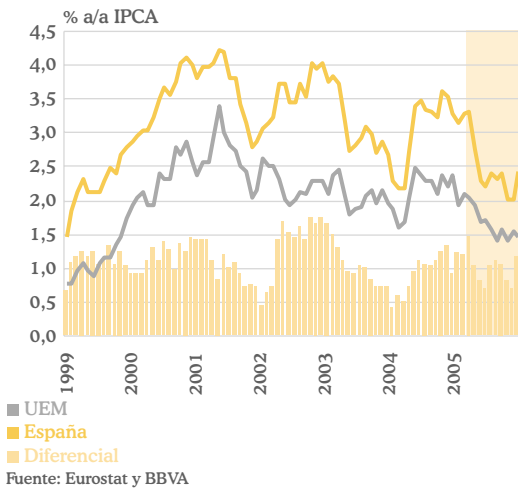
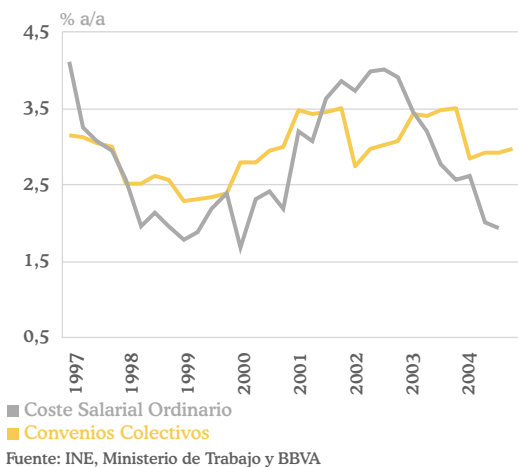


Gráfico 3.12.

Costes salariales



es la diferencia entre el ahorro y la inversión realizadas en España, por lo que su signo negativo muestra que el primero no basta para cubrir la segunda. El sostenido aumento de la inversión en vivienda de los hogares y la recuperación de la inversión de las empresas se ha venido financiando con ahorro procedente del exterior. Así, por ejemplo, las instituciones financieras han cubierto el crecimiento del crédito concedido a hogares y empresas españolas con entradas de capital mediante la emisión de títulos de renta fija o la toma de préstamos y depósitos. En 2004, el volumen de estas entradas de capital fue del 7,6% del PIB (11,2% en 2003).

La recomposición de los balances de empresas y familias con un aumento del endeudamiento ha sido algo coherente con el nuevo entorno de la UEM, pero sus ritmos de crecimiento habrán de moderarse en el futuro, una vez que se inicie el ciclo alcista de tipos de interés en Europa. Una vez que se consolide la recuperación cíclica en la UEM, la necesidad de financiación del área será cada vez mayor, reduciendo el diferencial positivo entre ahorro e inversión que existe en algunos países (Gráfico 3.10).

Inflación a la baja, diferencial con la UEM estable

La inflación medida por la tasa de variación del IPC registró en 2004 un crecimiento promedio del 3,0%, igual que en 2003. En 2005 y 2006 la inflación española caerá hasta el 2,7% y 2,5%, mientras que el diferencial de inflación con el conjunto de la UEM se mantendrá en el entorno de un punto porcentual, ligeramente por debajo del promedio registrado en los últimos seis años (1,1%). La inflación ha oscilado entre el 3,0% y el 3,4% en el primer trimestre de 2005, siendo previsible su caída hasta final de año hasta el rango 2,2%-2,6% en línea con la gradual reducción esperada de los precios del crudo en euros. Además, la acumulación de un *output gap* negativo entre 2002 y 2004 limitará el efecto alcista sobre los precios de posibles tensiones de demanda.

En lo que se refiere al crecimiento de los costes internos, se prevé que no se produzcan incrementos salariales negociados superiores a los últimos registrados (2,8% en los Convenios negociados hasta febrero de 2005, dos décimas menos que en 2004), aunque sí que se activarán las cláusulas de salvaguarda del poder adquisitivo, generalizadas en la negociación colectiva en los últimos años y que mantendrán su vigencia en 2005. Con todo, la deriva salarial (diferencia entre los salarios negociados y el aumento de la masa salarial pagada) será negativa como consecuencia de la incorporación de trabajadores con salarios inferiores al promedio.

Un escenario de menor crecimiento de la economía española, ligado al entorno exterior

Cualquier escenario alternativo de perspectivas de la economía española ha de tener en consideración el escenario exterior dado el grado de apertura comercial alcanzado por España y la integración monetaria en el área del euro. Además, dado que la consolidación de una expansión cíclica en España en 2005-06 asume una contribución creciente de la demanda procedente del exterior, un escenario de riesgo de menor crecimiento estaría ligado a una "decepción" de las expectativas de actividad exterior. Ello incidiría directamente en un menor aumento de las exportaciones dado el deterioro de la demanda exterior. Además, las peores perspectivas de actividad frenarían la inversión empresarial respecto a la esperada en un entorno más dinámico.

El desencadenante del menor crecimiento global podría ser un choque alcista en el precio del petróleo, acontecimiento ante el que la economía española muestra una mayor exposición relativa que el conjunto de la UE. Desde comienzos de los años 90, el consumo de petróleo por unidad de PIB supera en España al de la UE, con una brecha que además se ha ido ampliando paulatinamente.

La situación exterior terminaría afectando también negativamente al empleo (aunque de manera limitada) y por lo tanto a la renta disponible y las expectativas de los hogares. Con ello, terminaría afectándose negativamente al consumo de los hogares y a la construcción residencial. Suponiendo que este *shock* negativo respecto a las expectativas actuales se diese en el segundo semestre de 2005, el impacto bajista en este año sobre el PIB español sería marginal. En 2006, el efecto podría ser más significativo si se consolidara el estancamiento exterior, y en particular, si el área del euro no cumpliera las actuales expectativas de expansión. Por otro lado, unas condiciones financieras más holgadas de lo previsto inicialmente darían cierto soporte al crecimiento. En estas circunstancias, el crecimiento de 2006 en España podría reducirse alrededor de medio punto respecto al previsto.

Con todo, cabe la posibilidad de un escenario de aún menos crecimiento en la economía española si el estancamiento exterior desencadenase un claro deterioro de la evolución del empleo e incluso un efecto riqueza negativo si se iniciase una fase de caídas en los precios de la vivienda. En este sentido hay que destacar que en Europa y desde mediados de los años 90, los descensos reales de los precios de la vivienda registrados, en los Países Bajos y Portugal, han coincidido con bruscas desaceleraciones de la renta disponible de los hogares y del empleo. Todo ello tendría una incidencia directa sobre el consumo de los hogares y la construcción, que sufriría una brusca desaceleración. En este escenario de riesgo exterior que se transmite a empleo, expectativas de los hogares y precios de la vivienda, el impacto bajista sobre el PIB sería de entre uno y 1,5 puntos porcentuales respecto al escenario considerado como de referencia.

2005-06, ventana de oportunidad para reformas “productivas”

Al finalizar 2004, la posición cíclica de la economía española era ligeramente negativa (el PIB registrado era inferior al PIB tendencial) y relativamente estable desde comienzos de 2003 (Gráfico 3.13). Ello configura una inusualmente duradera etapa de estancamiento cíclico en España que se convertirá en expansión en 2005 y 2006 impulsada por la gradual recuperación cíclica del área del euro.

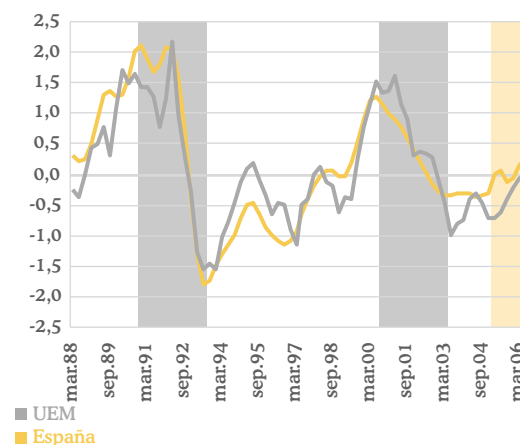
En el horizonte de previsión, 2005 y 2006, la economía española mantendrá el patrón de crecimiento de los últimos años, basado en el dinamismo de la demanda interna en un contexto de condiciones financieras holgadas, elevada generación de empleo e incrementos de la productividad muy modestos. Además, el impulso adicional de la gradual recuperación de la UEM mitigará ligeramente el drenaje del sector exterior a la actividad. Las positivas perspectivas vigentes para 2005 y 2006 proporcionan en este periodo una “ventana de oportunidad” para acometer reformas que incrementen la eficiencia y capacidad de crecimiento de la economía española.

El nivel del PIB per cápita (PIB pc) depende de la productividad y la intensidad de uso del empleo². En el Gráfico 3.14 se presentan en términos relativos al conjunto de la UEM las contribuciones al PIB pc español de ambos factores. Como se observa, el PIB pc español ha pasado del 71% al 86% del de la UEM entre 1986, momento de entrada de España en la Comunidad Económica Europea, y 2003. Este proceso de convergencia real se ha apoyado en un uso relativamente más intenso del empleo, medido en número de horas de trabajo, mientras que la productividad relativa española ha descendido. Así, la intensidad en el uso del empleo en España ha pasado del 81% al 114% del nivel de la UEM entre 1986 y 2003 (Gráfico 3.15) mientras que en el mismo periodo, el nivel relativo de la productividad española ha pasado del 88% al 76% de la de la UEM.

² En términos formales, $\frac{PIB}{Población} \equiv \frac{PIB}{Empleo} * \frac{Empleo}{Población}$

Gráfico 3.13.

Componente cíclico PIB

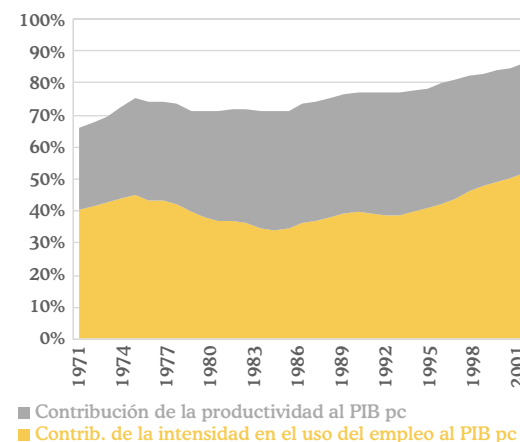


Fuente: BBVA, en gris etapas de moderación cíclica

Gráfico 3.14.

España, PIB per cápita

(UEM=100)

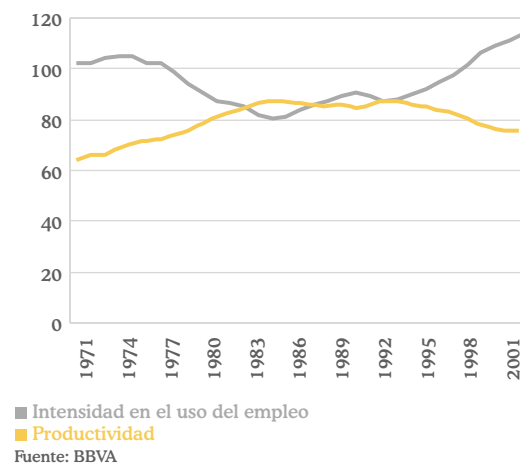


Fuente: BBVA

Gráfico 3.15.

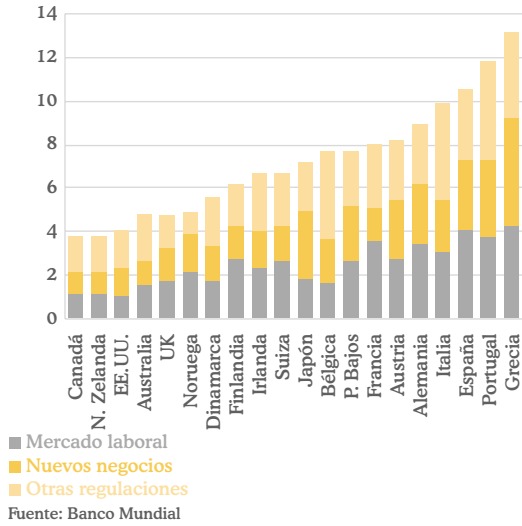
España, productividad e intensidad de uso del empleo

(UEM=100)



Fuente: BBVA

Gráfico 3.16.
Marco regulatorio



Dado que a largo plazo la dinámica demográfica y la convergencia a niveles europeos de la participación femenina en el mercado laboral impondrán una restricción a la posibilidad de apoyar la mejora del bienestar económico en usos más intensos del empleo, se hace necesario aumentar los niveles de productividad, de eficiencia en el uso de los factores productivos. Los países anglosajones y del norte de Europa son aquellos con un marco regulatorio más flexible, mientras que los del sur de Europa, y específicamente España, tienen un conjunto de normativas y procedimientos relativamente más rígidos (Gráfico 3.16). Las posiciones relativas de los países en esta clasificación se mantienen para la evolución de la Productividad Total de los Factores (PTF), la eficiencia del sistema económico, clave en el crecimiento de largo plazo. Es por ello, que se ha de continuar flexibilizando el entorno regulatorio relativamente rígido de la economía española.

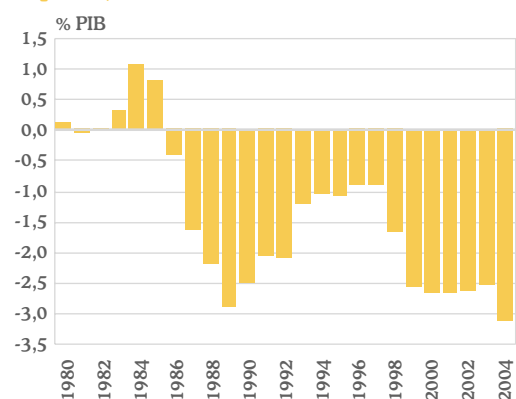
Finalmente, es particularmente necesaria una reforma del mercado laboral que afecte a los mecanismos de fijación salarial y de entrada y salida del mercado. En lo que se refiere a los salarios, el vigente Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva recomienda para las negociaciones salariales considerar la inflación prevista más un porcentaje de mejora de beneficios y productividad así como cláusulas de garantía del poder adquisitivo. Estas cláusulas dificultan el ajuste del crecimiento salarial al de la productividad, contribuyendo a convertir choques transitorios sobre los precios en permanentes sobre los costes, lo que dificulta la convergencia de las tasas de inflación españolas a las del conjunto de la UEM. En este sentido, la indicación del Salario Mínimo Interprofesional a la inflación no parece una medida apropiada tanto más si se toma como referencia negociadora por parte de los agentes sociales. Ligar salarios y productividad exigiría potenciar el nivel empresarial de la negociación colectiva, donde se fijarían asuntos como salario y jornada, dejando para niveles superiores (sectorial o geográfico) aspectos más generales, relativos a garantías sociales. Finalmente, habría que reducir la diferencia entre los costes de finalización de contratos temporales e indefinidos.

El déficit comercial de España con la UEM: demanda, precios y euro

España y la UEM, desequilibrios relevantes

Se viene llamando la atención sobre los desequilibrios de la economía española respecto al conjunto de la UEM, tanto por la acumulación de déficits comerciales como por el crecimiento relativo de los precios. Así, el saldo comercial de España respecto a la UEM es deficitario desde 1986 y alcanzó el máximo del 3,1% del PIB en 2004, medio punto por encima del saldo promedio del periodo 1999-2003.

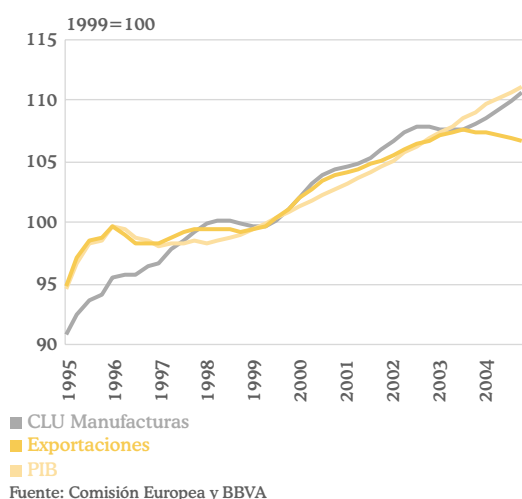
España, saldo comercial con la UEM



Fuente: Aduanas y BBVA

Los precios relativos de la economía española mantienen una tendencia creciente, más o menos intensa, para el IPC, el Coste Laboral Unitario (CLU), el CLU de manufacturas, el deflactor del PIB o el del consumo de los hogares. La única excepción a esa tendencia se registra en el deflactor relativo de las exportaciones de bienes y servicios, que desde comienzos de 2003 ha registrado, primero una paulatina desaceleración, y posteriormente, ya en 2004, caídas en su nivel. Este contraste podría estar reflejando el efecto moderador de la competencia internacional sobre los precios de los productos españoles respecto a los de sus más directos competidores.

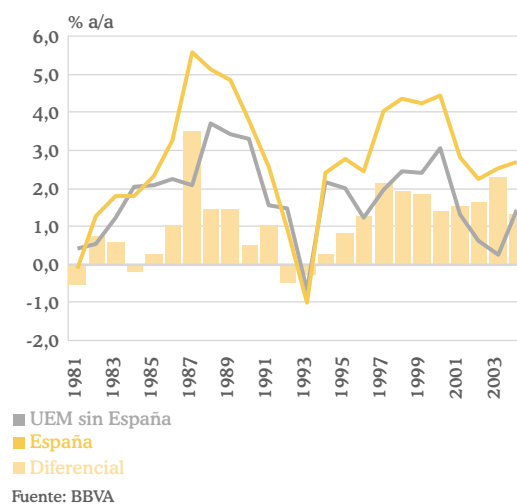
España, precios relativos al resto de la UEM



Fuente: Comisión Europea y BBVA

Un tercer aspecto diferencial de la economía española respecto al área del euro es su mayor crecimiento relativo. En promedio, entre 1999 y 2004, España ha mantenido un diferencial anual de crecimiento de 1,6 puntos porcentuales con el resto de la UEM.

Crecimiento



Fuente: BBVA

Todos estos elementos están relacionados, ya que el aumento de los precios relativos de una economía favorece el crecimiento de su déficit comercial (la reducción del superávit) al abaratar relativamente las importaciones y encarecer las exportaciones. Además, un aumento relativo de la demanda supone también una mayor demanda de importaciones, lo que contribuye a reducir el saldo exterior.

En este contexto, cabe plantearse en qué medida los precios y la demanda relativa justifican la evolución del saldo comercial de España con la UEM. Adicionalmente, se trata de estimar la incidencia de en el déficit comercial de España con la UEM del valor del euro respecto al resto de monedas.

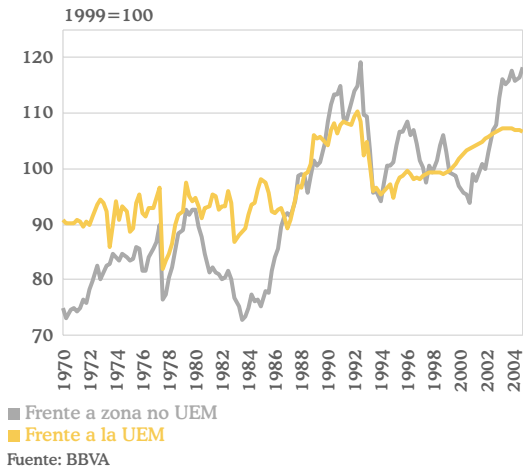
El valor exterior del euro y el déficit comercial de España con la UEM

Desde que España pertenece a la UEM, el tipo de cambio del euro no es un factor relevante en la evolución de los precios relativos españoles dentro del área monetaria. Pero el euro sigue oscilando respecto al resto de monedas, habiendo acumulado desde finales de 2000 hasta finales de 2004 un aumento de su cotización efectiva cercano al 25% tanto en términos nominales como reales.

El valor "exterior" del euro podría afectar, al menos indirectamente, al saldo comercial español con la UEM. El mayor poder de compra de la divisa europea frente al exterior podría estar favoreciendo un desplazamiento de la demanda del resto de la UEM desde productos españoles a los procedentes de fuera del área, lo que reduciría el saldo comercial español. Pero lo mismo ocurriría con la economía española, que desplazaría parte de su demanda de importaciones desde el resto de la UEM hacia otras áreas, lo que

incrementaría su saldo comercial con la UEM a costa del saldo con el resto del mundo. A priori, el signo del efecto neto del valor exterior del euro sobre el saldo comercial de España con la UEM no estaría determinado.

TCER de España



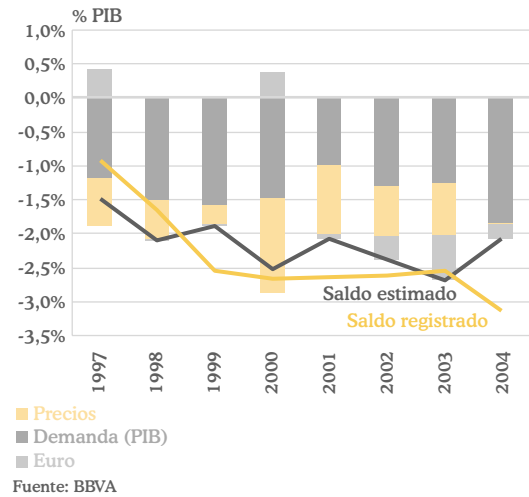
Se establece una relación econométrica en la que el saldo comercial con la UEM en porcentaje del PIB depende del crecimiento relativo de la demanda (PIB) y de los precios (deflactor de las exportaciones) y del valor del euro respecto al resto del mundo. La frecuencia de los datos es trimestral y se estima desde el primer trimestre de 1997, periodo a partir del cual el Tipo de Cambio Efectivo Nominal (TCEN) de España frente al resto del área del euro es muy estable, lo que deja a las oscilaciones de los precios relativos de las exportaciones como únicas responsables de los cambios en la competitividad-precio.

Los resultados de la estimación muestran que los coeficientes de la demanda y los precios relativos son estadísticamente significativos y tienen los signos esperados, lo que implica una incidencia bajista sobre el saldo comercial. En cuanto al coeficiente estimado para el valor real del euro frente al resto del mundo no UEM es el de menor valor absoluto y tiene signo negativo: la apreciación del euro es un impulso a la reducción del saldo comercial español con la UEM. El freno a las exportaciones españolas al área del euro por el aumento de la capacidad de compra frente al resto del mundo de los clientes de esta zona es mayor que

la sustitución de importaciones españolas desde la UEM al resto del mundo.

Como se observa en el gráfico de contribuciones, la demanda relativa es la variable de mayor importancia en la explicación del saldo comercial con la UEM, prácticamente el doble de lo que suponen los precios relativos entre 1997 y 2004. Además, demanda y precios relativos mantienen continuamente contribuciones alcistas sobre el déficit, mientras que el valor del euro ha alternado el signo de su contribución de acuerdo a la evolución de la variable.

España, contribuciones al saldo comercial con la UEM



Finalmente, hay que destacar lo atípico de 2004, un periodo en el que el saldo comercial alcanzó el déficit mayor de la serie histórica a pesar de que la evolución tanto de los precios relativos (a la baja) como del valor exterior del euro (aumentando cada vez más lentamente) sería compatible con un déficit menor que el del año anterior. Además, la demanda relativa española también inició un proceso de moderación por la incipiente recuperación del área del euro.

Con todo, se concluye que mientras la demanda española siga registrando crecimientos significativamente mayores que la del conjunto de la UEM, no se producirá un ajuste del déficit comercial de España con el resto del área.

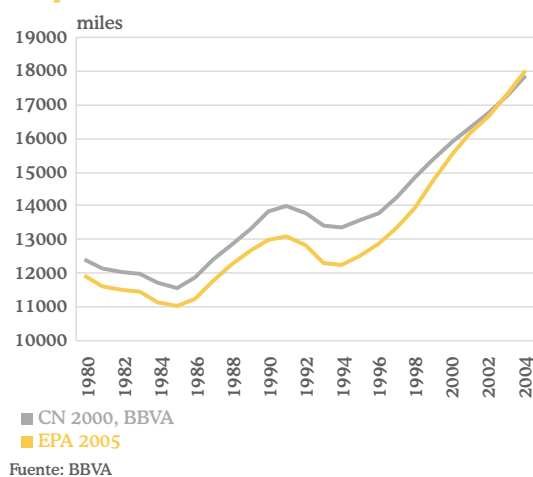
EPA 2005 y Contabilidad Nacional Base 2000

En mayo el INE publicará los primeros datos de la Base 2000 de la Contabilidad Nacional (CN), referidos al periodo 2000-2004. El cambio de base mejorará la estimación que hace la CN de la realidad económica, revisando tanto los conceptos¹ como los instrumentos estadísticos usados en la elaboración de las cuentas nacionales.

EPA 2005, más población y empleo

Los cambios estadísticos recogen la actualización de las fuentes disponibles, y entre ellas, tendrán especial relevancia el Censo de Población y la consiguiente revisión de la Encuesta de Población Activa (EPA), que el INE acaba de actualizar para el periodo 1996-2004. Las nuevas hipótesis de población, surgidas del Censo de 2001, son muy superiores a las previas dado el fuerte incremento de los flujos de inmigrantes. Así, en 2004, con las nuevas proyecciones, los inmigrantes alcanzaron el 7% de los residentes en España, cuatro veces más que en 1996. Con ello, la población afincada en España en 2004 ha pasado de 41,2 millones de personas de las proyecciones previas a 42,9 millones, un aumento del 4,3%. Además, dada la estructura de edades de la población inmigrante, el incremento es más acusado en los grupos de edades intermedias: en 2004, la población entre 16 y 64 años resulta ser un 5,0% más alta de lo estimado anteriormente. Además, la mayor tasa de empleo de los inmigrantes respecto a la de la población nativa, hace que también el empleo estimado por la nueva EPA (EPA 2005) aumente relativamente más que la población. Con la EPA 2005 el número de ocupados en 2004 era de 18,0 millones de personas, el 5,0% más de lo calculado por la EPA 2001.

Empleo



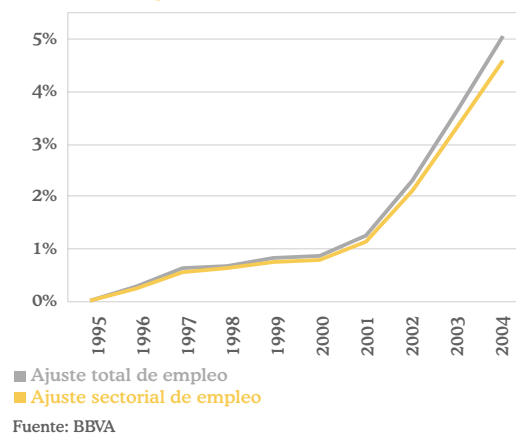
PIB: empleo y productividad

Suponiendo que el nivel de la productividad aparente del empleo se mantiene en el nivel estimado por la CN 95, el incremento porcentual del número de ocupados en CN elevaría el PIB en la misma magnitud. Para estimar el efecto en el empleo de CN del aumento recogido por la EPA 2005, se mantiene la brecha existente entre la EPA 2001 y la CN 95. Se aplica entonces la productividad de la CN 95 para obtener el PIB "ajuste total de empleo", cuyo nivel de 2004 sería el 5,0% superior al estimado según la CN 95.

¹ Por ejemplo, se cambiaría la contabilización de la producción del sector de intermediación financiera, lo que supondrá según el Banco de España un aumento del nivel del PIB del 1,25% en promedio anual entre 1995 y 2001.

PIB Base 2000

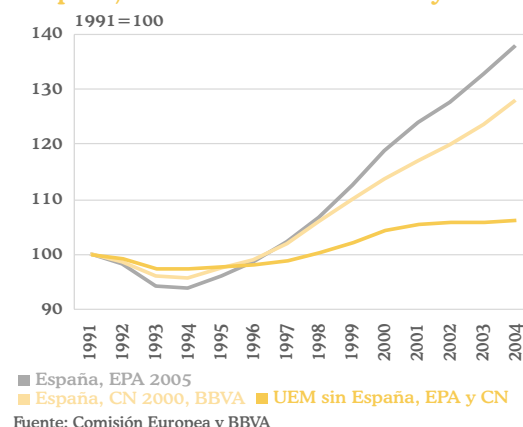
diferencia respecto a PIB Base 95



Sin embargo, la productividad de la economía se ve alterada por el cambio en los pesos relativos del empleo de cada rama de actividad. Así, respecto a las estimaciones anteriores, la EPA de 2005 ha incrementado el peso del empleo en la construcción (del 12,0% al 12,5% del total) y lo ha reducido en servicios (del 64,5% al 64,1%) e industria (18,1% y 17,9%). Mientras que la productividad industrial es superior al promedio, en servicios y construcción el nivel de la variable es inferior. Si se aplican las respectivas productividades sectoriales de la CN 95 se obtiene el PIB "ajuste sectorial de empleo", que en 2004 sería el 4,6% mayor que el estimado por la CN 95. El diferencial existente entre ambas estimaciones alternativas del PIB es consecuencia del descenso del nivel de la productividad por el mayor peso en el empleo de los sectores relativamente menos productivos. Ambas estimaciones alternativas del PIB asumen que la productividad aparente se mantiene en los niveles conocidos en los cuatro grandes sectores, por lo que una revisión de los niveles de productividad alteraría el nivel del PIB en la misma dirección.

Finalmente, como se observa en el gráfico siguiente, la elección realizada para estimar el empleo CN 2000 con la información de la nueva EPA 2005 hace que ambas series mantengan una evolución relativa muy distinta, algo que no se da en el resto de la UEM, donde el empleo medido por la EPA y la CN evolucionan de forma prácticamente idéntica. La revisión de la serie histórica completa de empleo de CN acercándola a la evolución de la EPA supondría la acentuación del perfil cíclico del PIB, con una recesión más acusada en 1993 y una expansión más intensa en la segunda parte de los años 90.

Empleo, Contabilidad Nacional y EPA



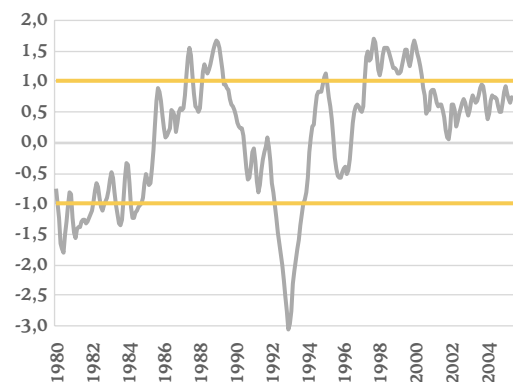
IA-BBVA: mejora el estado de la economía española al comienzo de 2005

IA-BBVA, indicador del estado de la economía española

IA-BBVA es un indicador mensual que sintetiza el estado de la economía española a partir de 31 series representativas de gasto, producción, empleo y expectativas. La reducción de la dimensión de la información disponible sin pérdidas relevantes de capacidad explicativa es posible porque, en general, las series económicas evolucionan coherentemente con el estado subyacente de la economía.

La metodología estadística empleada se basa en modelos factoriales de componentes principales (Stock y Watson, 1999), que permiten seleccionar y agregar la información común del conjunto de las variables individuales seleccionadas¹. Por construcción, el indicador mensual tiene media cero y desviación típica uno. Además, como un número elevado de los indicadores individuales son desviaciones de las tasas de crecimiento respecto de su media, el indicador agregado puede interpretarse como desviación respecto a una tendencia. Valores positivos (negativos) suponen que el estado de la economía evoluciona a una tasa superior (inferior) a su tasa tendencial.

IA-BBVA



Fuente: BBVA

Como se observa en el gráfico anterior, el estado de la economía española fue significativamente superior a su tendencial desde 1997 a mediados de 2000. Desde entonces, el IA-BBVA se ha mantenido oscilando en el rango 0,4-0,9, niveles que han coincidido con tasas anuales del PIB de entre el 2,1% y 2,8%.

IA-BBVA, mejora en el primer trimestre de 2005

IA-BBVA

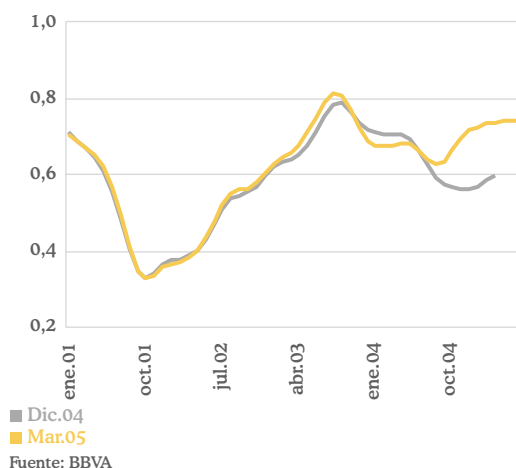
	nov.04	dic.04	ene.05	feb.05	mar.05
Actual, mar.05	0,65	0,83	0,93	0,80	0,72
Previo, dic.04	0,52	0,65	0,60	0,59	0,57

Fuente: BBVA

El IA-BBVA registró un valor de 0,72 en marzo de 2005, inferior a los niveles registrados entre diciembre y febrero pa-

sados. Sin embargo, los valores del IA-BBVA para el periodo más reciente son más altos con los datos disponibles en marzo que con los disponibles a finales de 2004 (Tabla 1). Así, la información recibida en los tres primeros meses de 2005 ha mejorado las perspectivas del estado de la economía de ese periodo respecto de las vigentes a finales de 2004. Con una perspectiva algo más amplia se observa que el estado de la economía española a lo largo de los últimos 12 meses ha oscilado en un rango relativamente reducido, como refleja también el crecimiento del PIB, que a lo largo de 2004 ha sido de 2,6%-2,7% interanual.

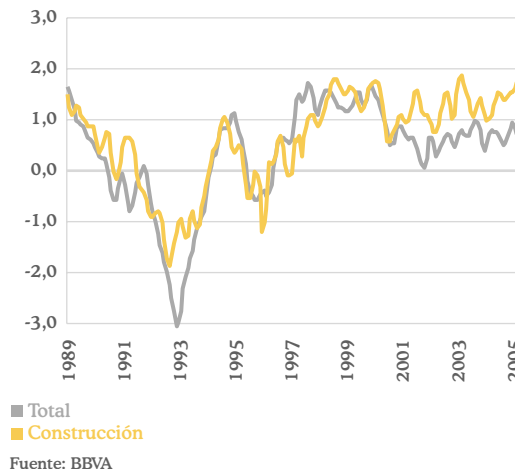
IA-BBVA, tendencia



Fuente: BBVA

Las series individuales que integran el IA-BBVA se pueden clasificar en cinco grupos: producción industrial, empleo, expectativas, gasto y construcción (ver nota 1). Ello permite distinguir sus distintas evoluciones relativas respecto al indicador conjunto. De los grupos mencionados, el de construcción es el que registra unos crecimientos relativamente más altos, contribuyendo así a impulsar el agregado de la economía española. Por el contrario, el grupo de series de producción industrial es el que frena el nivel del IA-BBVA al registrar valores inferiores al promedio.

IA-BBVA, total y construcción



Fuente: BBVA

¹ Para un mayor detalle sobre la elaboración del indicador IA-BBVA: Balmaseda, M. y J. Cubero, "IA-BBVA, un indicador de actividad para la economía española", *Situación España*, BBVA, abril de 2003.

4. Europa, una cuestión de asunción de riesgo*

José Luis Escrivá
Elena Nieto

Servicio de Estudios Económicos BBVA

La economía mundial ha experimentado un fuerte dinamismo en los últimos dos años, dejando atrás la recesión que tuvo lugar en 2001 y 2002. Sin embargo, esta expansión no se ha producido de manera sincronizada en las principales economías. Por un lado, la economía americana junto con China y otros países emergentes han sido los motores de esta nueva fase expansiva. Por otro, Japón no ha sabido superar los problemas de su "década perdida". Y en medio se encuentra Europa, que ha alternado trimestres de fuerte crecimiento, como los observados de la primera mitad de 2004, con problemas para consolidar la recuperación económica. Esta asincronía cíclica, combinada con la relativa suavidad de la última recesión, ha llevado a la aparición de algunos desequilibrios en la economía mundial. Un ejemplo claro es EE.UU., cuya economía mantiene un ritmo de crecimiento alto junto con un déficit público elevado y un creciente déficit por cuenta corriente, que es financiado principalmente por los países emergentes. Sin embargo, a pesar de estos amplios déficit gemelos, los tipos de interés a largo plazo se mantienen en niveles bajos.

Una solución deseable de estos desequilibrios requeriría de un nuevo y continuado dinamismo de aquellas economías que todavía no han contribuido a esta reciente expansión y, en particular, de la UEM. Un escenario que, desafortunadamente, es poco probable que suceda, al menos en la magnitud que sería necesario para que la contribución de la UEM a la corrección de los desequilibrios fuera significativa. Aunque la zona euro pueda encontrarse en la senda de recuperación cíclica, su comportamiento es consecuencia directa de una expansión sostenida de la economía global y no de su propio dinamismo ni de una estrategia de política económica interna. Además, los riesgos sobre el crecimiento, en la actualidad son a la baja. Parece más probable que la actividad se mantenga débil a que sorprenda con crecimientos mucho más elevados de lo previsto.

La razón de este relativo pesimismo sobre la participación de la UEM en la corrección de los desequilibrios internacionales es doble. En primer lugar, porque los problemas que subyacen al peor comportamiento de la zona euro son tan profundos que cualquier medida para superarlos, si fuera implementada, solo tendría un impacto significativo en el medio y largo plazo. En segundo lugar, porque un rasgo que distingue la política económica de la zona euro es su aversión al riesgo, en claro contraste con EE.UU. Esta aversión al riesgo se refleja en la escasa iniciativa para afrontar los problemas estructurales y en la falta de activismo en la gestión de las políticas de demanda, tanto fiscal como monetaria.

Los problemas estructurales, un reto conocido

Los problemas estructurales de la economía europea son un tema ampliamente conocido y discutido. Organismos multilaterales y la propia Comisión Europea (CE) han concluido que las cuestiones de esta naturaleza son la causa fundamental del bajo crecimiento de la zona euro. De hecho, la actividad económica en el viejo continente viene mostrando una tendencia decreciente desde hace décadas (al menos desde los años 70). En la actualidad, el crecimiento tendencial en la UEM no supera el 2%, lo que implica que el diferencial con el crecimiento tendencial de EE.UU. se amplía hasta casi 1,5 puntos porcentuales.

Cuando se compara la economía americana con la europea, se menciona con frecuencia el diferencial de productividad como causa de la

* Basado en la intervención de José Luis Escrivá en la Reunión de Primavera del IIF (marzo 2005).

Gráfico 4.1.
PIB zona euro

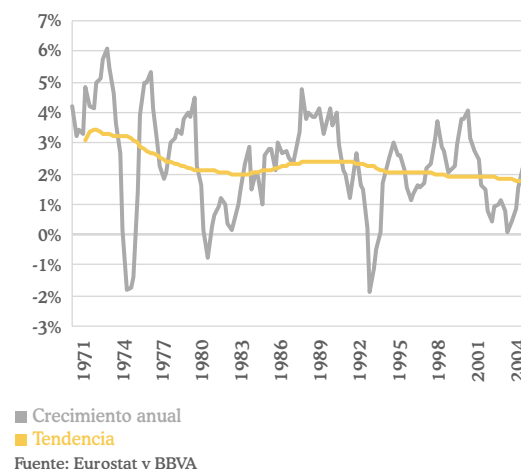
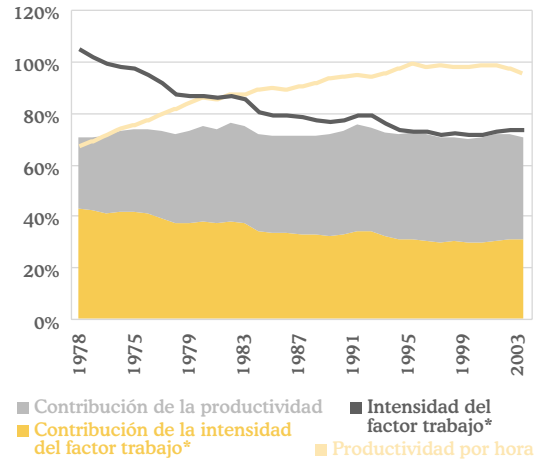


Gráfico 4.2.

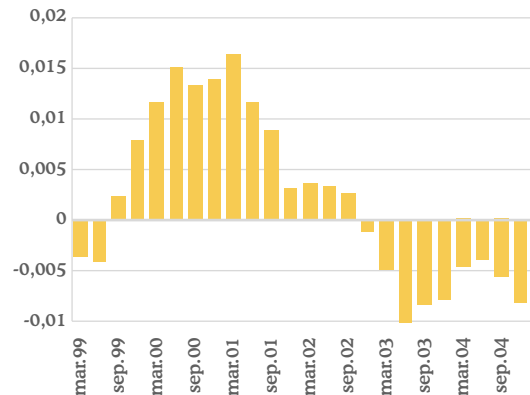
PIB per cápita zona euro vs EE.UU.
(EE.UU. = 100)



* Horas trabajadas por habitante
Fuente: Groningen y BBVA

Gráfico 4.3.

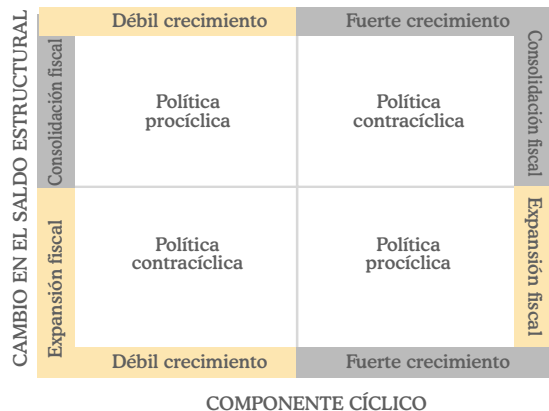
Componente cíclico del PIB en la UEM



Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 4.4.

Comportamiento cíclico de la política fiscal



Fuente: Eurostat y BBVA

discrepancia de sus crecimientos potenciales y de renta per cápita. Es cierto que desde mediados de la década de los noventa, las ganancias de productividad han sido mayores en EE.UU. Pero si se toma un periodo más largo de tiempo y se divide la renta per cápita en sus dos componentes, productividad del trabajo (PIB por hora) y una medida que aproxima la intensidad en el uso del trabajo (horas trabajadas por habitante), se observa que el mayor nivel de renta per cápita de EE.UU. viene explicado fundamentalmente por el segundo factor. Es decir, la economía americana tiene una mayor capacidad para generar empleo y trabajar más horas por habitante. En realidad, la diferencia entre los niveles de productividad por hora en EE.UU. y la zona euro es muy reducida, mientras que la brecha en la intensidad del uso del trabajo es significativamente mayor y creciente a favor de la economía americana.

Algunos autores, principalmente Olivier Blanchard, se han referido a las preferencias de los europeos por el ocio para explicar esta diferencia. Otros, como el premio Nobel Edward Prescott, señalan a la carga impositiva al factor trabajo como la causa de esta discrepancia. Una tercera opinión identifica las rigideces del mercado laboral, de bienes y de servicios como la principal razón. Probablemente, los tres factores están detrás de la evolución del número de horas trabajadas por habitante en Europa, aunque dado el alto nivel de desempleo en la mayoría de los países europeos, los dos últimos parecen los más relevantes. Las rigideces y la falta de competencia en los mercados de factores y productos de la zona euro claramente perjudican al dinamismo de la fuerza de trabajo y limitan los avances en productividad. Además, las reformas dirigidas a liberalizar los mercados y flexibilizar la estructura productiva son escasas y su implementación muy lenta. De hecho, catorce años después de la creación del mercado único europeo, se ha avanzado muy poco en la integración de los mercados de servicios.

Políticas de demanda, marcadas por la aversión al riesgo

Aparte de a problemas de oferta, también se puede atribuir a la gestión de las políticas de demanda parte de responsabilidad en la incapacidad de Europa para sostener la recuperación económica. No se puede descartar que parte de la insuficiencia de demanda durante este periodo sea de naturaleza más transitoria, no sólo estructural. De hecho, indicadores de situación cíclica, como las estimaciones de *output gap*, muestran una coyuntura muy débil, y cinco años después del inicio de la desaceleración cíclica, no existen señales claras que confirmen la reactivación. A ello se añade las divergentes situaciones de demanda en los países de la zona euro, lo que hace más difícil valorar la posición cíclica exacta de la zona euro.

Precisamente, es ante escenarios de incertidumbre cuando mejor se puede discriminar la actitud hacia el riesgo de los *policy makers*. Los más propensos al riesgo, están dispuestos a enfrentarse al peor de los escenarios, incluso aunque esto implique incurrir en ciertos costes. Por el contrario, los gestores aversos al riesgo adoptan una actitud pasiva, y pueden caer prisioneros del *zero mistake syndrome*, mientras esperan a contar con toda la información. En la UEM, en un entorno de incertidumbre sobre la situación cíclica y sobre la magnitud de la desaceleración, es difícil prever que se den políticas agresivas dirigidas a poner a prueba la sensibilidad de la demanda, y por tanto, los límites del crecimiento. Es cierto que en la actualidad el margen para una política fiscal y monetaria más expansiva es pequeño. Pero más allá de la coyuntura actual, se observa que la aversión al riesgo podría haber dado lugar en los últimos años, a un marco de actuación de la política económica que dificultaría la adopción de medidas contracíclicas. Adicionalmente, la orientación a medio plazo de las políticas de demanda (mantener el equilibrio presupuestario y las expectativas de inflación ancladas en el entorno del 2%) limita la posibilidad de llevar a cabo estrategias agresivas de estabilización cíclica.

A continuación, se va a analizar con más detalle la respuesta de las políticas de demanda a las fluctuaciones del ciclo económico. En el caso de la política fiscal, se dibuja el *output gap* frente a los cambios en el saldo público estructural como medida de política presupuestaria. Valores positivos del *output gap* indican la fortaleza del ciclo económico, mientras que los negativos muestran debilidad. Asimismo, cambios positivos en el saldo estructural reflejan un endurecimiento de la política fiscal, mientras que los valores negativos son indicativos de una política fiscal expansiva. Una correlación positiva entre estas dos variables se interpreta como una señal de política contra-cíclica: se tensiona en los periodos de expansión y se relaja en los de contracción.

Si se observa este gráfico para EE.UU. en los últimos 35 años (cada punto representa un año), se puede apreciar el carácter contra-cíclico que ha tenido la política fiscal durante todo el periodo, más acusado incluso en los últimos años (indicado por una línea más gruesa). Para la zona euro, el resultado es bastante diferente. Incluso parece que existe cierto patrón procíclico: así, en periodos en los que se ha acumulado *output gap* la política fiscal ha sido más laxa que en periodos con *output gap* negativo. La política fiscal, por tanto, no habría contribuido a estabilizar el ciclo. En este sentido, es interesante destacar que el incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en estos años no tiene asociado un mayor gasto discrecional. Parece reflejar, más bien, problemas de carácter estructural. La diferencia entre EE.UU. y Europa podría explicarse por el porcentaje de gasto público que los agentes pueden utilizar para fines discrecionales. La zona euro tiene comprometido el 85% del gasto público, frente al 70% de EE.UU., y en consecuencia, tiene un margen menor para estabilizar el ciclo económico a través del presupuesto.

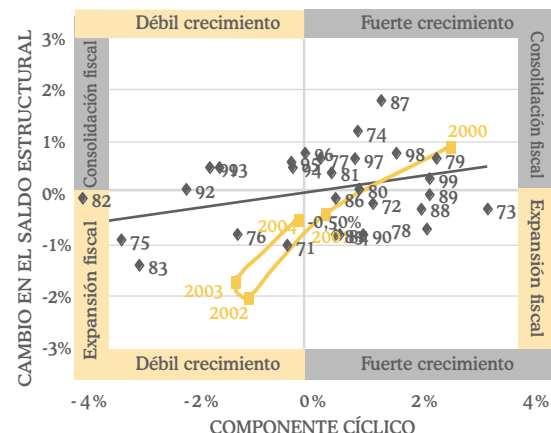
Respecto a la política monetaria, el grado de respuesta a las fluctuaciones cíclicas se ilustra a través del *output gap* de los cambios en los tipos de interés reales a 3 meses. En un periodo de 35 años, en EE.UU. se observa una correlación positiva muy clara, que muestra el carácter contra-cíclico de la política monetaria. Además, cuando se examinan los últimos años, la respuesta de la política monetaria a las fluctuaciones del ciclo económico ha sido incluso más agresiva que en el pasado. Si se repite el ejercicio para la UEM, se observa que la respuesta de la política monetaria al ciclo es menor que en EE.UU., especialmente en los últimos años.

La orientación a medio plazo de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) es bien conocida. El propio banco emisor ha justificado su escaso activismo con varios argumentos. El principal, que la relación entre masa monetaria y precios es una relación de largo plazo. Otros argumentos van desde la necesidad de cimentar una clara reputación antiinflacionista¹ que otros bancos centrales más antiguos tienen ganada, a las incertidumbres respecto al diagnóstico de la situación económica y del mecanismo de transmisión de la política monetaria en un área monetaria nueva como la UEM, formada además por países con condiciones muy heterogéneas. Estos argumentos, sin embargo, son matizables. Primero, el BCE no es como cualquier banco central de reciente creación. Venía avalado por la sólida reputación antiinflacionista de algunos de los bancos centrales nacionales de los países miembros, en particular la del Bundesbank. Y en cuanto a las cuestiones de incertidumbre, como ya se ha comentado anteriormente, la forma de reaccionar a tal situación tendría más que ver fundamentalmente con el grado de aversión al riesgo de las autoridades europeas.

Ante una situación de incertidumbre, se puede optar por la inacción, para no cometer errores, o por la acción inmediata, con el fin de atajar el “peor escenario”, aun a riesgo de incurrir en serios costes. Si, como

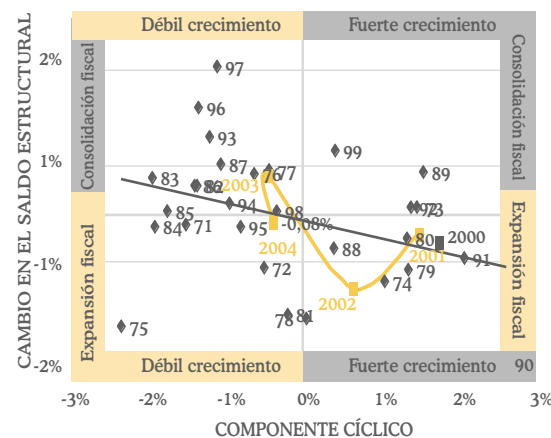
¹ Ello les obliga a centrarse en objetivos más de medio plazo, como el anclaje de expectativas, frente a objetivos de estabilización cíclica.

Gráfico 4.5. Comportamiento cíclico de la política fiscal en EE.UU.



Fuente: BBVA

Gráfico 4.6. Comportamiento cíclico de la política fiscal en la UEM



Fuente: BBVA

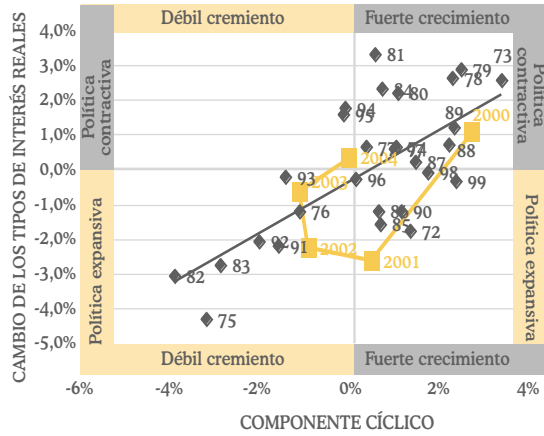
Cuadro 4.1. Descomposición del gasto público

	Comprometido	Margen Discrecional
Alemania	86%	14%
Francia	84%	16%
España	82%	18%
EE.UU.	70%	30%

Fuente: BBVA - fuentes nacionales

Gráfico 4.7.

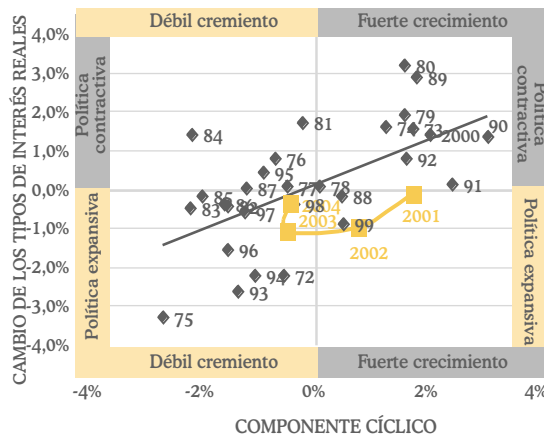
Comportamiento cíclico de la política monetaria en EE.UU.



Fuente: BBVA

Gráfico 4.8.

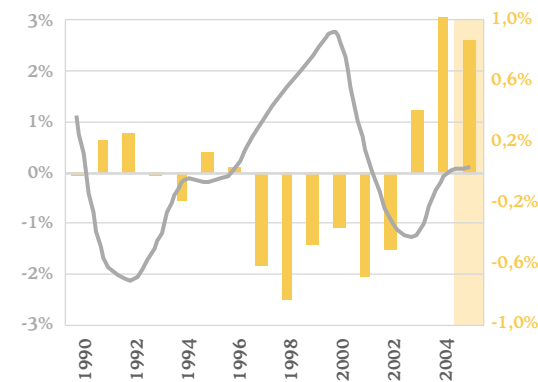
Comportamiento cíclico de la política monetaria en la UEM



* La inflación subyacente se aproxima con una estimación del filtro de Kalman
Fuente: BBVA

Gráfico 4.9.

EE.UU.: componente cíclico y contribución del tipo de cambio al crecimiento económico



■ Componente cíclico
■ Contribución del TCER al crecimiento

* TCER: tipo de cambio efectivo real
Fuente: BBVA

es el caso, los modelos econométricos apuntan a una baja incidencia del tipo de interés a corto plazo sobre la economía europea, se puede optar por cambiar lo menos posible los tipos oficiales, ya que va a tener poco efecto, o por el contrario, por realizar movimientos más agresivos, para lograr así un impacto significativo. La renuncia del BCE a influir en las expectativas de los mercados a través de una política de comunicación más activa es otro de los ejemplos de la “cautela” que caracteriza a las autoridades monetarias europeas. De esta forma, renuncia a la posibilidad de tener un mayor impacto sobre la economía. Entre otras razones, porque la evidencia disponible muestra que en la UEM la política monetaria puede afectar de forma más significativa y rápida a la economía a través del tipo de cambio y de los tipos de interés a largo plazo, variables fuera del control directo del banco central pero en las que puede influir a través del canal de expectativas, que a través de los tipos de interés a corto plazo, la variable bajo control directo de la autoridad monetaria.

Esta postura no ha resultado muy “provechosa”. Así, si comparamos la contribución de las variaciones del tipo de cambio al crecimiento en los últimos años, se observa que, mientras en EE.UU. las fluctuaciones del tipo de cambio han contribuido a estabilizar el ciclo, en Europa ha ocurrido lo contrario. La posición europea de *benign neglect* respecto al tipo de cambio no parece haber aportado grandes beneficios. Al dejar al margen el canal de comunicación, es decir, el papel activo del banco central vía generación de expectativas, el BCE no explota en toda su extensión los instrumentos a través de los cuales puede actuar sobre la economía.

A todo esto hay que sumar elementos institucionales y de organización, como un tamaño del Consejo de Gobierno demasiado elevado o la búsqueda del consenso en la toma de decisiones. Factores, todos ellos, que contribuyen a que los movimientos en los tipos de interés se puedan considerar “lentos y tardíos”².

Conclusiones

Hasta aquí se ha argumentado que la actitud de aversión al riesgo de la política económica contribuye a limitar el crecimiento de la economía de la zona euro y, por tanto, a su capacidad para contribuir a subsanar los desequilibrios de la economía mundial. La aversión al riesgo, sin embargo, no es necesariamente un rasgo indeseable. Evita las oscilaciones bruscas y proporciona mayor certidumbre sobre el futuro. Sin embargo, Europa necesita arriesgar más en la política económica, lo que podría concretarse en una actitud más activa y *forward-looking*. En políticas estructurales, es necesario tomar decisiones firmes que rompan la resistencia de aquellos intereses, beneficiarios de las situaciones no competitivas, que se oponen a las reformas. Es importante también transmitir y explicar bien a los ciudadanos que algunos de los gastos asociados al modelo social y de bienestar europeo no son sostenibles a medio plazo sin la realización de reformas. Por lo que respecta a las políticas de demanda, se necesita un marco que permita mayor flexibilidad, sobre todo, en el contexto actual en el que las presiones inflacionistas están bajo control y las expectativas de inflación permanecen ancladas. No cabe duda que emprender políticas activas para estabilizar las fluctuaciones del ciclo acarrea algunos riesgos, pero podrían merecer la pena.

Sin embargo, las decisiones de política económica más recientes no apuntan en esta dirección. Por lo que se refiere a las estructurales, el lento avance en la ejecución de la Agenda de Lisboa y las tentativas de “descafeinar” la Directiva Europea de servicios no son los mejores ejemplos de impulso de reformas. En cuanto a la política monetaria, en la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE en 2003 apenas

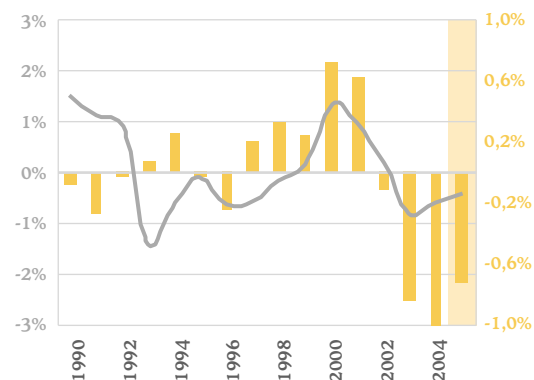
² Las diferentes definiciones de estabilidad de precios que el BCE ha acuñado desde 1999, siempre por detrás de la inflación real, es un ejemplo de este retraso y lentitud.

se introdujeron cambios, desaprovechándose la oportunidad de introducir reformas. Respecto al tipo de cambio, todavía no se ha abandonado la política de *benign neglect*, tal y como se comprueba en la apatía mostrada acerca de la sobre-valoración del euro frente al dólar. Finalmente, en materia de política fiscal, la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, después de años siendo de “facto” inoperativo, es claramente decepcionante. La experiencia de los últimos años recomendaría orientar la reforma hacia una combinación de mayor flexibilidad y exigibilidad. En cambio, se ha establecido un marco con un elevado grado de discrecionalidad que, a todas luces, deteriora la naturaleza del pacto.

En conclusión, por una parte, las restricciones institucionales que dificultan la puesta en marcha de reformas estructurales limitan el crecimiento potencial de la economía europea. Por otra, la aversión al riesgo y la orientación de medio plazo de las políticas de demanda conducen a una política económica poco activista. La combinación de estos factores hace que la zona euro no contribuya a la corrección de los desequilibrios y no presente un dinamismo fuerte y sostenible. A pesar de todo esto, hay margen para la esperanza en el largo plazo. En el curso de los pasados 20 años, Europa ha demostrado que puede ejecutar con éxito grandes proyectos, como el mercado único, la unión monetaria y la ampliación, iniciativas todas ellas que entrañaban un riesgo considerable, y cuyo origen fue principalmente político. Cabe esperar que en los próximos 20 años se pueda decir lo mismo sobre las reformas de carácter netamente económico.

Gráfico 4.10.

UEM: componente cíclico y contribución del tipo de cambio al crecimiento económico



■ Componente cíclico
 ■ Contribución del TCER al crecimiento
 * TCER: tipo de cambio efectivo real
 Fuente: BBVA

Cuadro 4.2

	EE.UU.	Europa	
Políticas estructurales	Política a medio plazo	No implementadas	Menor potencial
Políticas de demanda	Política contracíclica a corto plazo	Predominio de los objetivos a medio plazo	Políticas menos activas
Estrategias de política económica	Asunción de riesgo	Aversión al riesgo	

Fuente: BBVA

5. El PEC y la estabilidad macroeconómica

David Taguas
Ángel Melguizo

Servicio de Estudios Económicos BBVA

El anuncio del incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) por parte de las dos mayores economías de la Unión Económica y Monetaria (UEM) generó expectación sobre el rigor con el que se iban a aplicar los procedimientos de disciplina y sanción. La decisión del Consejo ECOFIN de suspender el procedimiento de déficit excesivo contra Alemania y Francia supuso una pérdida de credibilidad que exigía cambios en los mecanismos de coordinación fiscal europeos.

El proceso de reforma ha estado inmerso en un debate que ha tenido un carácter marcadamente político y que no ha tratado de forma suficiente el objetivo de estabilidad macroeconómica de la UEM. Las economías europeas han seguido mostrando discrepancias de sincronía cíclica que ponen de manifiesto la necesidad de establecer mecanismos que refuercen el carácter estabilizador de la política fiscal. El pasado mes de marzo, los ministros de Economía y Hacienda aprobaron la reforma del PEC. El nuevo PEC debería haber dotado a la regla fiscal de mayor flexibilidad al mismo tiempo que de mayor exigibilidad. Por el contrario, es más discrecional mientras que se debilitan los mecanismos de sanción, lo que hace al Pacto inaplicable *de facto*. En este contexto, la reformulación del Pacto debería haber sido más exigente y amplia.

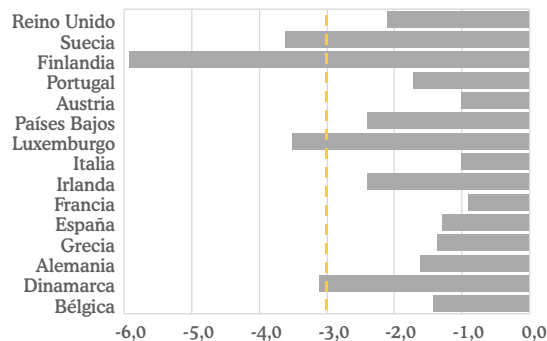
Este artículo pretende contribuir al debate económico ampliando su dimensión, con la consideración de un Objetivo de Estabilidad Macroeconómica que no se limite a establecer condiciones para la política presupuestaria, sino que evalúe el conjunto de equilibrios macroeconómicos: superávit fiscal, inflación y saldo de la balanza por cuenta corriente.

El PEC, mecanismo de coordinación de las políticas fiscales

El PEC nació de la necesidad de coordinar las políticas fiscales de los Estados miembros de la UEM, ante el convencimiento de que éstos podrían llevar a cabo políticas fiscales poco responsables, que, en un contexto de política monetaria común, no se verían penalizadas por los mercados con un mayor coste de la deuda, vía diferenciales de *spreads* en los tipos de interés de la deuda pública¹. En este contexto, surge el riesgo del *“free rider”* (pasajero sin billete). Además, la coordinación de la política fiscal facilitaría el diseño y la implementación de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE).

El PEC estableció que cada año el déficit público de cada país no debía superar el 3% del PIB de cada estado miembro, cifra que había sido uno de los criterios de convergencia nominal acordados en Maastricht para la integración en la UEM y que era suficiente, dado un crecimiento potencial del 3% de los países europeos, para que convergiera el ratio de deuda pública sobre el PIB al nivel del 60%. Además, el límite establecido para el déficit público permitía un margen de maniobra suficiente para dejar actuar a los estabilizadores automáticos en las fases recesivas, como mostraba la literatura empírica (Gráfico 5.1).² Ello permitiría implementar políticas discretionales contracíclicas si se

Gráfico 5.1.
Máximo déficit cíclico desde 1970
(% PIB)



Fuente: Comisión Europea

¹ Existen al menos cuatro razones para ello: los mercados financieros no consideran creíble la cláusula de *“no-bail out”*, la mayoría de los países son incumplidores (en el corto o en el largo plazo), existe un exceso de liquidez y el BCE no discrimina entre la deuda de los diferentes países al aceptar bonos como colateral en las operaciones de re-financiación (Joaquim Fels, *“Euroland’s fiscal morass”* European Economics Morgan Stanley *Equity Research*, septiembre 2004).

² Véase José E. Boscá, Rafael Doménech y David Taguas, *“La Política Fiscal en la Unión Económica y Monetaria”*, *Moneda y Crédito*, nº 208, pp. 267-324, 1999. Desde 1970, el déficit cíclico sólo ha superado el 3% en Finlandia entre 1992 y 1995, en Suecia y en Dinamarca en 1993 y en Luxemburgo en 1996.

partiera del equilibrio estructural. En este sentido, si el PEC establecía una regla fiscal necesaria, sencilla y económicamente fundamentada, ¿por qué se ha incumplido?

De un PEC no aplicado ...

En primer lugar, las principales economías de la zona europea no respetaron el compromiso sellado en octubre de 1998 de alcanzar el equilibrio presupuestario en 2002. Desde 1999 el proceso de consolidación fiscal se detuvo o se deterioró su calidad (véase el Gráfico 5.2). Ello ha sido particularmente relevante en las dos principales economías de la zona euro: Alemania y Francia. El mantenimiento del déficit estructural en estos países, combinado con la entrada en una fase recesiva del ciclo económico (el máximo déficit cíclico en ambos países se registró en 2003, 0,7 y 0,3 puntos del PIB respectivamente) y la aplicación de políticas fiscales expansivas (entre 2000 y 2001 el impulso fiscal en Alemania fue de 1,4 puntos del PIB, y en Francia entre 2001 y 2002 de 1,3 puntos), se tradujo en que ambas economías de la región incumplieran el límite entre 2002 y 2004. Este comportamiento es inaceptable, puesto que supone incumplir un Pacto suscrito de manera voluntaria, y que fue prerequisite de entrada en la UEM. En segundo lugar, a este comportamiento han contribuido la complacencia de las instituciones, e incluso de la Academia, una excesiva flexibilidad en la metodología de elaboración de las cuentas públicas y, a tenor de las últimas informaciones sobre Grecia e Italia³, un excesivamente laxo control de las mismas. Y en tercer lugar no pueden obviarse ciertas insuficiencias institucionales en la implementación del PEC, en especial la supeditación de los mecanismos de control y sanción al ECOFIN, foro en el que priman los intereses nacionales y que no dota de credibilidad a las cláusulas de "no bail-out". El ejemplo más claro fue la decisión del Consejo ECOFIN de noviembre de 2003, en el que se suspendió el procedimiento de déficit excesivo contra Francia y Alemania, posteriormente anulada por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas

A pesar de todo ello, debe reconocerse que la situación de las cuentas públicas en la UEM es, en la actualidad, mejor de lo que hubiera sido en ausencia de reglas fiscales. De hecho, su evolución en términos estructurales es más favorable que la mostrada por EE.UU. o Japón (Gráfico 5.3).

... a un PEC inexigible

El continuado incumplimiento del PEC ha hecho necesaria su reforma, que se aprobó en el Consejo Europeo de Bruselas. Los cambios deberían haber profundizado en dotar de mayor flexibilidad a la regla, reforzando al mismo tiempo sus mecanismos de sanción. Sin embargo, el Pacto aprobado es más discrecional pero no más exigible. Ello no implica que el nuevo PEC no tenga algunos elementos positivos (véase el Cuadro 5.1), sobre todo en la parte preventiva, como la obligación de ajuste estructural (en especial en fases de bonanza económica), la mayor importancia de las previsiones de la Comisión en los escenarios macroeconómicos y presupuestarios nacionales y el objetivo de dotar de mayor autonomía y medios a Eurostat. En la fase correctiva, las consideraciones respecto a la sostenibilidad de la deuda y la dotación de margen de maniobra ante reformas estructurales de los sistemas de pensiones son adecuadas. Y, en definitiva, mantiene el énfasis en el objetivo de estabilidad macroeconómica en las economías que constituyen la UEM.

Pero, en su conjunto, la reforma del PEC ha constituido, sin duda, un paso atrás. En primer lugar, debido a las formas, dado que el Pacto se ha modificado en el momento en que varios países lo incumplían. Y,

³ Véanse, entre otros, Jürgen Von Hagen y Guntram Wolf, "What do deficit tell us about debts? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU", CEPR *Discussion Papers* nº4579, noviembre de 2004 y Vincent Koen y Paul van den Noord, "Fiscal gimmickry in Europe: one-off measures and creative accounting", OECD Economics Department *Working Papers* nº417, febrero 2005.

Gráfico 5.2.

Saldo presupuestario estructural (% PIB)

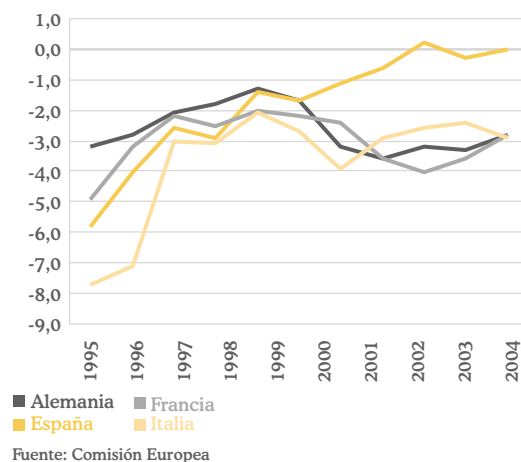
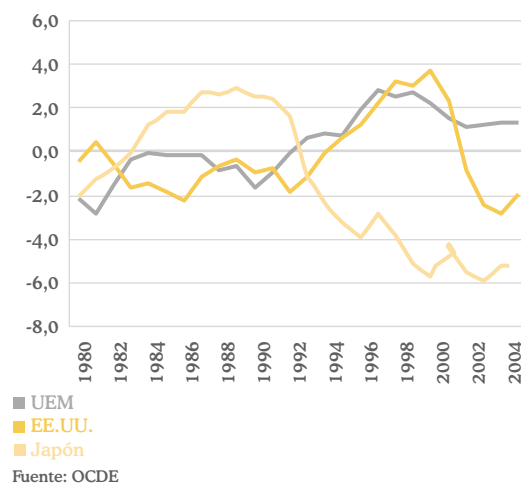


Gráfico 5.3.

Saldo presupuestario estructural primario (% PIB potencial)



Cuadro 5.1. Principales contenidos del PEC original y reformado

	Original	Actual
Criterios anuales		
Déficit	3% PIB	3% PIB
Deuda	60% PIB	60% PIB
Objetivo de medio plazo	Equilibrio o superávit	Equilibrio o superávit en endeudados -1% PIB en menos endeudados
Prevención		
	Inexistente	Obligación de consolidar en fase de bonanza económica
Corrección		
Circunstancias excepcionales	-2% de caída del PIB	Caída del PIB o crecimiento débil prolongado
Factores relevantes	Sin definir	Inversión pública, Calidad del gasto, I+D+i, Ayuda al desarrollo Costes de unificación europea
Período de ajuste		
Acción efectiva	Plazo total: 10 meses	16 meses
Corrección	Inicio en 1 año tras incurrimento	Inicio en 2-3 años tras incurrimento
Activación de sanción	Inmediata	Supeditada a valoración política
Otras consideraciones		
		Reformas estructurales y Agenda de Lisboa Exclusión temporal de coste de reforma previsional

Fuente: Consejo Europeo y BBVA

en segundo lugar, por sus contenidos. Respecto a la parte preventiva, el nuevo PEC es ingenuo y se basa en un diagnóstico erróneo de las causas de su incumplimiento en el pasado. A pesar de la retórica económica, las propuestas introducen un mayor contenido político al Pacto. Además, confía en exceso en la *peer pressure* como incentivo a la consolidación fiscal. La experiencia reciente sugiere, por el contrario, la existencia de *peer silence* en las fases expansivas y de *peer shielding* (protección) en las de desaceleración. El rescate financiero de empresas privadas como Alstom en Francia o Parmalat en Italia es un ejemplo de ello. Respecto a la parte correctiva, el nuevo PEC es más complejo y discrecional, al haberse agravado el debilitamiento de la implementación del procedimiento de déficit excesivo. En primer lugar, se han relajado las “circunstancias excepcionales”, bastando mostrar una tasa de crecimiento negativo o un período de crecimiento débil prolongado. Se ha aceptado la consideración de variadas partidas de gasto como factores relevantes en la evaluación de las cuentas públicas (inversión pública, I+D e innovación, ayuda al desarrollo, costes de unificación europea). Se han ampliado los plazos de corrección de situaciones de desequilibrio (hasta tres años) y se ha eliminado la activación inmediata de sanciones. Finalmente, se ha suprimido el objetivo de equilibrio o superávit a medio plazo para aquellas economías menos endeudadas (permitiendo un déficit del -1%).

El PEC tenía un claro problema de aplicación, esencialmente en sus mecanismos de sanción, que se ha magnificado. En lugar de alcanzar un PEC más flexible (en función de la posición cíclica de la economía) pero menos discrecional, el nuevo diseño lo ha convertido en prácticamente inexigible. Adicionalmente, no se han explicitado los instrumentos analíticos para evaluar el grado de consecución del objetivo de estabilidad macroeconómica mediante las políticas públicas.

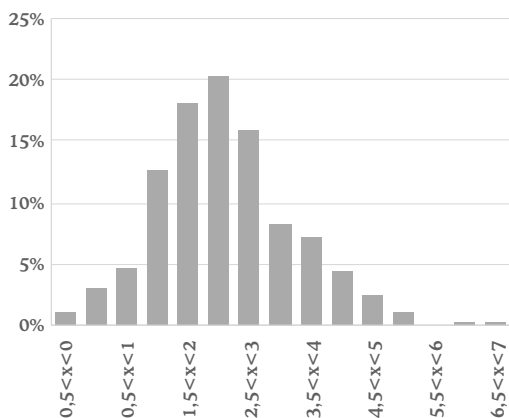
El objetivo de estabilidad macroeconómica

El objetivo de las políticas públicas es el incremento del bienestar de los ciudadanos y la estabilidad macroeconómica es un factor fundamental en su consecución. El PEC centró la atención en la estabilidad presupuestaria del sector público. Sin embargo, la consecución de la estabilidad macroeconómica implica también al sector privado de la economía, familias y empresas.

En este sentido, el objetivo de estabilidad macroeconómica no debería obviar el grado de consecución de la convergencia en inflación. En el debate público previo a la constitución de la UEM, se centró la atención en la existencia del “*free rider* fiscal”, infraestimando los efectos del “*free rider* monetario”, consecuencia de la no convergencia en tasas de inflación. De hecho, existe una elevada dispersión entre las tasas de inflación de los países europeos, lo que, dada la convergencia en los tipos de interés nominales, se traduce en diferentes tipos de interés reales. Empleando datos trimestrales para el conjunto de países de la UEM, desde 1999 la tasa de inflación interanual promedio se ha situado en el 2,4%, con una desviación típica del 1,1% (ver Gráfico 5.4). En la medida en que los diferenciales de inflación no estén asociados al efecto Balassa-Samuelson, sino más bien a excesos de demanda, y se reflejen en diferentes expectativas de inflación, los menores tipos de interés reales *ex-ante* contribuyen a aumentar los desequilibrios (Cuadro 5.2). Además, la inflación tiene efectos positivos, al menos en el corto plazo, sobre las cuentas públicas dado que las bases impositivas se definen en términos nominales y que no todas las partidas de gasto se ajustan *ex-post* por las desviaciones de la inflación respecto al objetivo presupuestado.

Por ello, la consecución del objetivo de estabilidad macroeconómica hace necesario evaluar en qué medida son o no duraderos los diferenciales de inflación existentes con el objetivo del BCE, para en su caso recomendar la aplicación de políticas que tiendan a corregirlos.⁴ Ello implicaría considerar el equilibrio presupuestario corregido

Gráfico 5.4. Inflación desde 1999
(% observaciones sobre el total)



Fuente: Eurostat

no sólo del efecto del ciclo económico sino también del efecto de la inflación diferencial. Ello permitiría evaluar de una forma más precisa la actuación discrecional del sector público, sin eliminar el margen de actuación para la política fiscal contracíclica.

Formalmente, la evaluación de las cuentas públicas en términos estructurales exige descomponer el superávit público (sp) observado en dos componentes no observables: uno cíclico (sp_{y-y^*}) y otro tendencial (sp^*), obtenido como residuo, tal y como se representa en la expresión (1):

$$sp = sp_{y-y^*} + sp^* \quad (1)$$

La inflación contribuye a aumentar el superávit público, de modo que el saldo estructural, representativo de la actuación discrecional del Sector Público, debería obtenerse como residuo (sp^{**}) una vez ajustado el saldo público no sólo del efecto del ciclo económico (sp_{y-y^*}) sino también del efecto del diferencial de inflación ($sp_{\pi-\pi^*}$), según la expresión (2):

$$sp = sp_{y-y^*} + sp_{\pi-\pi^*} + sp^{**} \quad (2)$$

Así $sp^* = sp_{\pi-\pi^*} + sp^{**}$. Por ello, una primera formulación del *Objetivo de Estabilidad Macroeconómica* se podría resumir en las expresiones (3) y (4):

$$sp_t^* = sp_t^{**} + \alpha (\pi_t - \pi^*) \quad (3)$$

$$\overline{sp}^{**} = \sum_t sp_t^{**} = 0 \quad (4)$$

La expresión (3) recoge la evaluación del superávit público ajustado del efecto del ciclo económico (aproximado por el nivel del *output gap*) y del efecto de la inflación (aproximado por el diferencial de inflación respecto de un valor de referencia), mientras que la expresión (4) impone que a lo largo del ciclo económico este saldo público ajustado (sp^{**}) esté en equilibrio.

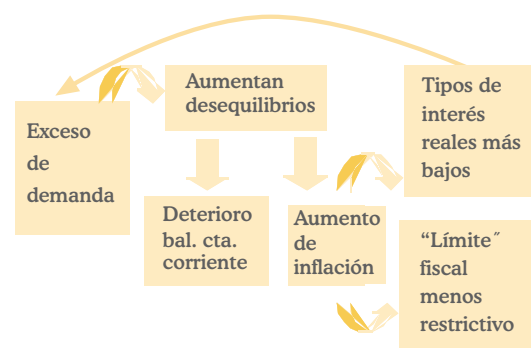
Por lo que se refiere a la determinación del coeficiente asociado al diferencial de inflación (α), se pueden considerar al menos dos métodos de aproximación. En primer lugar, dentro de un modelo macroeconómico tradicional, la existencia de un punto adicional de inflación supone, *ceteris paribus*, un nivel de tipos de interés reales 100 puntos básicos inferior. Las estimaciones de Doménech et al. (2001)⁵ para la UEM cuantifican en torno a 0,25 puntos el impacto sobre el *output gap* de ese menor nivel de tipos. Asumiendo una elasticidad de las cuentas públicas al *output gap* de 0,8 (debido al menor gasto en prestaciones por desempleo y, sobre todo, a la elasticidad de la recaudación tributaria al crecimiento económico)⁶, el impacto sobre el saldo público del punto adicional de inflación sería de 0,20 puntos.

Alternativamente, el coeficiente se puede aproximar por la cuantificación del impacto directo de la inflación sobre las cuentas públicas. El superávit público en términos del PIB se puede expresar como:

$$sp = \frac{I(YP, t, \phi) - G(YP, \phi')}{YP} \quad (5)$$

donde el nivel de ingresos del Sector Público (I) depende del nivel del PIB nominal (YP), del tipo impositivo promedio (t) y de otros factores discretivos (ϕ), mientras que el gasto público (G) depende del PIB nominal y de factores discretivos (ϕ'). Diferenciando dicha expresión respecto de la variación de los precios se obtiene:

Cuadro 5.2.



Fuente: BBVA

⁴ La vía a medio y largo plazo son las reformas estructurales pero en el corto plazo, ante la cesión de la política monetaria nacional, el único instrumento es la política fiscal.

⁵ Rafael Doménech, Mayte Ledo y David Taguas, "A small forward-looking macroeconomic model for EMU", *Documento de Trabajo* nº2/01, Servicio de Estudios BBVA, septiembre 2001.

⁶ Esta elasticidad se sitúa en el rango alto de las elasticidades empleadas por la OCDE, por la Comisión Europea y por los Bancos Centrales, debido a que tiene en cuenta la incidencia del tamaño del sector público.

$$dsp = \left[\varepsilon_{I, YP} \frac{I}{YP} - \varepsilon_{G, YP} \frac{G}{YP} \right] \frac{dp}{p} \quad (6)$$

Finalmente, asumiendo que, en el medio plazo, los ingresos públicos se igualan al gasto público, la expresión se puede simplificar:

$$dsp = \left[\varepsilon_{I, YP} - \varepsilon_{G, YP} \right] \frac{I}{YP} \frac{dp}{p} \quad (7)$$

por lo que la variación del superávit público ante aumentos de la inflación depende de la elasticidad de los ingresos y de los gastos públicos respecto a la misma, así como del tamaño del sector público. Dado que la elasticidad del conjunto de los ingresos públicos en la UEM es de 1,125⁷, la del gasto 0,30 y el nivel de ingresos sobre el PIB se sitúa en el 0,46 (promedio simple de la UEM entre 1997 y 2002), cada punto de inflación tendría un impacto positivo de 0,38 puntos sobre el saldo.

En consecuencia, el parámetro asociado al diferencial de inflación (α en la expresión (3)), se podría situar entre 0,20 y 0,38.

Sin embargo, la evaluación de la estabilidad macroeconómica no sólo requiere el análisis de las cuentas del sector público sino también el análisis del comportamiento del sector privado. La estabilidad macroeconómica exige considerar no sólo la diferencia entre el ahorro y la inversión del sector público, sino la diferencia entre el ahorro y la inversión de todos los agentes económicos, es decir el saldo de la balanza por cuenta corriente de la economía. El saldo de operaciones corrientes con el resto del mundo en términos del PIB se puede expresar como la suma del superávit público en términos del PIB y el *gap* entre las tasas de ahorro e inversión del sector privado:

$$cc_t = sp_t + (s_t^p - i_t^p) \quad (8)$$

lo que refleja que el saldo de la balanza por cuenta corriente está determinado por las decisiones intertemporales de consumo-ahorro e inversión de los agentes económicos.⁸ Existen numerosos trabajos empíricos que han mostrado el carácter contracíclico del saldo de la balanza por cuenta corriente en términos del PIB.⁹ Dada la igualdad anterior, ello muestra el fuerte carácter contracíclico en las economías industrializadas de $s_t^p - i_t^p$, ante el comportamiento procíclico del saldo del sector público. Es decir, en las fases recesivas, la tasa de ahorro del sector privado aumenta y la de inversión disminuye, más que compensando, en general, la disminución del saldo del sector público. La mención a los “déficit gemelos”, tantas veces utilizada tanto en la actualidad como hace dos décadas, al analizar el comportamiento de la economía de los Estados Unidos, se refiere a una situación en la que el aumento del déficit público no se compensa con una mayor brecha entre las tasas de ahorro e inversión del sector privado, por lo que se deteriora la balanza por cuenta corriente. Es por ello que el cumplimiento del objetivo de estabilidad macroeconómica debe no sólo centrar la atención en el comportamiento del sector público sino también en las decisiones respecto al binomio consumo-ahorro y a la inversión del sector privado de la economía.¹⁰

⁷ Véase Boscá, Doménech y Taguas (1999).

⁸ En este sentido, desde el punto de vista empírico, la modelización a nivel agregado del ahorro y la inversión hace innecesaria la de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, como ha sido habitual en la literatura de modelos dinámicos de equilibrio general.

⁹ Véanse, por ejemplo, David K. Backus, Patrick J. Kehoe y Finn. E. Kydland, “Dynamics of the Trade Balance and the Terms of Trade: the J Curve?” *American Economic Review*, vol. 84, nº 1, pp. 84-103, 1994, para un conjunto de países industrializados, y Rafael Doménech y David Taguas, “Exportaciones e Importaciones de Bienes y Servicios en la Economía Española”, *Moneda y Crédito*, nº 205, pp. 13-44, 1997, para el caso particular de la economía española.

¹⁰ En la actualidad existen varias líneas de investigación que minimizan, al menos en el corto plazo, la importancia de los desequilibrios en la balanza por cuenta corriente sobre la actividad económica. Se basan en la existencia de una elevada tasa de ahorro a nivel mundial que se refleja en los reducidos tipos de interés a largo plazo así como en que dichos desequilibrios se producen en algunas de las economías más eficientes, en las que la rentabilidad de la inversión es más elevada y los mecanismos de financiación son más sofisticados (Véase “The Shift away from Thrift”, *The Economist*, 7 de abril de 2005). Obviamente, la evaluación de la estabilidad macroeconómica debería considerar no sólo el *gap* entre las tasas de ahorro e inversión sino también si éste se debe a cambios estructurales en el ahorro y/o en la inversión residencial o productiva.

En este sentido, Alemania por un lado, y España y Portugal por el otro, representan dos ejemplos paradigmáticos y antagónicos en Europa. En 2004 Alemania incumplió de nuevo el PEC, al registrar un déficit del -3,7% del PIB. Sin embargo, el *gap* entre las tasas de ahorro e inversión del sector privado se situó en torno al 7,5% del PIB, elevándose el superávit por cuenta corriente al 3,8% del PIB.¹¹

Por su parte, Portugal respetó el PEC en 2004, al registrar un déficit público del 2,9% del PIB. Sin embargo, a esta necesidad de financiación se une la insuficiencia del ahorro del sector privado (aproximadamente el 5,7% del PIB¹²), de modo que la economía portuguesa mostró un déficit por cuenta corriente de 8,1% del PIB. En España el déficit público se situó en el 0,3% del PIB. Sin embargo, el conjunto de la economía cerró el ejercicio con un déficit por cuenta corriente del 5% del PIB, reflejo de que las empresas y familias españolas registraron un *gap* de ahorro del -4,7% del PIB.

¿Tiene sentido desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica que el sector público alemán ahorre más (o invierta menos)? ¿Tiene sentido que una economía que presenta un fuerte desequilibrio por cuenta corriente pero tiene una cuentas públicas estabilizadas, no deba hacer un mayor esfuerzo fiscal? En otras palabras, dado el incumplimiento de la *Hipótesis de Equivalencia Ricardiana*, esto es, dado que las familias y las empresas no compensan los (des)ahorros del sector público anticipando decisiones de (ahorro)gasto, ¿tiene sentido que una regla fiscal recomiende a una economía incrementar su ya abultado superávit por cuenta corriente?

Una posibilidad es tener en cuenta los desequilibrios por cuenta corriente para evaluar el cumplimiento del objetivo de estabilidad macroeconómica. En aquellas economías que presenten sistemáticamente déficit por cuenta corriente elevados, sus saldos presupuestarios ajustados de ciclo y de inflación deberían presentar superávit. En concreto, las expresiones 3 y 4 se pueden reescribir como

$$sp^*_t = sp^{**}_t + \alpha (\pi_t - \pi^*) \quad (9)$$

$$\overline{sp}^{**} = \beta [(s^p - i^p) - (s^p - i^p)^*] \quad (10)$$

donde la expresión (9) es idéntica a la expresión (3), mientras que la expresión (10) implica que, a medio plazo, el superávit público ajustado por la contribución del crecimiento y de la inflación debe ajustarse a las desviaciones del *gap* entre las tasas de ahorro e inversión del sector privado respecto a su nivel de equilibrio. En aras de la simplicidad, la expresión (10) se puede sustituir por

$$\overline{sp}^{**} = \beta [cc - cc^*] \quad (10')$$

En concreto, se podría actuar de forma asimétrica, siendo recomendable para las economías con un déficit por cuenta corriente superior a su nivel de equilibrio (cc^*), que muestren un superávit estructural positivo.

El análisis de los saldos por cuenta corriente de los países de la UEM desde 1960, representados en el Gráfico 5.5, permite situar en el entorno del -2% del PIB el nivel máximo de referencia para el déficit por cuenta corriente (la distribución de probabilidad sitúa tan sólo el 25% de los casos en niveles superiores).

En cuanto a la aproximación de su coeficiente asociado (β), el efecto de un punto adicional de inflación sobre el saldo de la balanza por cuenta corriente se puede aproximar por el grado de apertura de la economía. Así, expresando el saldo de la balanza por cuenta corriente (cc) en moneda nacional y en términos reales:

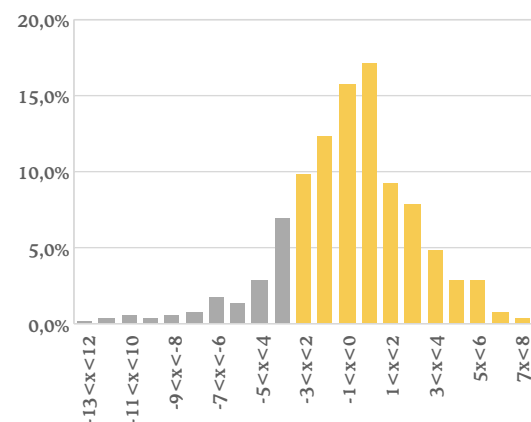
¹¹ Esta importante diferencia entre las tasas de ahorro e inversión del sector privado podría ser una señal de que la recesión alemana ha sido más profunda de lo que muestran los métodos econométricos que se utilizan profusamente para estimar el ciclo económico y el *output gap*.

¹² Datos acumulados entre el cuarto trimestre de 2003 y los tres primeros trimestres de 2004.

Gráfico 5.5.

Cuenta corriente desde 1960

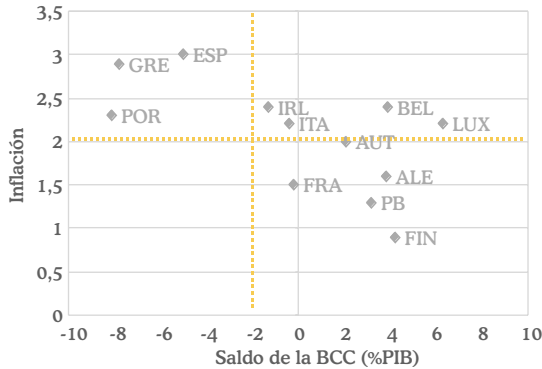
(% observaciones sobre el total)



Fuente: Eurostat

Gráfico 5.6.

Inflación y balanza por cuenta corriente, 2004



Fuente: Comisión Europea

Cuadro 5.3.

	Cierre 2004			Corrección	
	Superávit estruc.	Inflación	CC	Inflación	CC
Bélgica	0,0	2,4	3,9	-0,2	-1,4
Alemania	-3,3	1,6	3,8	-0,1	-1,9
Grecia	-7,1	2,9	-7,8	0,2	1,9
España	-0,3	3,0	-5,0	0,3	1,0
Francia	-3,6	1,5	-0,2	-0,1	-0,6
Irlanda	1,6	2,4	-1,3	0,1	-0,2
Italia	-2,4	2,2	-0,4	0,1	-0,5
Luxemburgo	-0,3	2,2	6,3	0,1	-2,8
Países Bajos	-1,2	1,3	3,2	-0,2	-1,7
Austria	-1,1	2,0	2,1	0,0	-1,4
Portugal	-2,1	2,3	-8,1	0,1	2,0
Finlandia	2,4	0,9	4,2	-0,3	-2,1

Fuente: Comisión Europea y BBVA

$$cc = \frac{X\left(Y^*, \frac{eP^*}{P}\right) - M\left(Y, \frac{eP^*}{P}\right)}{Y} \quad (11)$$

donde Y e Y^* representan, respectivamente, el PIB nacional y el resto del mundo en términos reales; P y P^* el nivel de precios doméstico y externo; y e es el tipo de cambio. Diferenciando respecto a la variación de los precios,

$$dcc = -\left[\varepsilon_{X, \frac{eP^*}{P}} \frac{X}{Y} - \varepsilon_{M, \frac{eP^*}{P}} \frac{M}{Y}\right] \frac{dp}{p} \quad (12)$$

y suponiendo que, $\left|\varepsilon_{X, \frac{eP^*}{P}}\right| = \left|\varepsilon_{M, \frac{eP^*}{P}}\right| = 1$,

$$dcc = -\left(\frac{X + M}{Y}\right) \frac{dp}{p} \quad (13)$$

Es decir, un punto adicional de inflación deteriora la balanza por cuenta corriente en términos de PIB en el coeficiente de apertura de la economía. En definitiva, la estabilidad macroeconómica supondría evaluar el superávit público ajustado del efecto del ciclo económico, del diferencial de precios y teniendo en cuenta el desequilibrio exterior:

$$sp^*_t = (sp^{**}_t - \overline{sp^{**}_t}) + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(cc_t - cc^*) \quad (14)$$

Además, se ha de tener en cuenta que ambos desequilibrios inflación y déficit por cuenta corriente, están íntimamente relacionados. Mientras que en una economía con superávit de balanza por cuenta corriente, el diferencial de inflación contribuye a reducirlo vía apreciación del tipo de cambio real, en una economía con déficit la inflación diferencial sólo contribuye a agravarlo.

Una ilustración para los países de la UEM en 2004

Se asumen unos coeficientes de 0,25 para la inflación y de -1/3 para el saldo de la balanza por cuenta corriente¹³ y una inflación objetivo del 2% y un saldo de la balanza por cuenta corriente del -2% del PIB.

$$sp^*_t = (sp^{**}_t - \overline{sp^{**}_t}) + 0,25(\pi_t - 0,02) - \frac{1}{3}(cc_t - (-0,02)) \quad (15)$$

En el Cuadro 5.3 se resumen los resultados. En particular, el cumplimiento del Objetivo de Estabilidad Macroeconómica exigiría a Grecia incrementar su superávit en 1,9 puntos del PIB respecto al equilibrio estructural, a Portugal 2 puntos y a España en 1 punto.

¹³ Se asume $\alpha=0,25$, que como se ha visto es un valor de referencia reducido. Por lo que respecta a $\beta=-1/3$, que corresponde aproximadamente al coeficiente de apertura de la UEM como área económica, es el mínimo de los valores posibles, lo que minoraría el peso de los desajustes en la balanza por cuenta corriente. Obviamente, esta cifra es inferior al grado de apertura de cada uno de los países que componen el área.

En conclusión, la estabilidad macroeconómica es más que estabilidad presupuestaria

El buen funcionamiento de la UEM exige considerar no sólo la estabilidad financiera del sector público, sino la del conjunto de agentes económicos, empresas y familias. La reforma del PEC, acordada en marzo de 2005, lejos de perseguir estos objetivos, ha supuesto, de hecho, la inexigibilidad de los mecanismos de sanción, siendo previsible una relajación de las políticas fiscales en la zona euro en los próximos años. Además, su credibilidad política ha sido seriamente dañada dado que “las reglas han sido cambiadas en la mitad del partido”.

El debate que ha conducido el proceso de reforma ha tenido un carácter eminentemente político, centrándose desde el punto de vista económico en la actuación del sector público. La opción presentada en este artículo considera que el objetivo de estabilidad macroeconómica exige no sólo analizar las cuentas del sector público, sino también la tasa de inflación y el saldo de la balanza por cuenta corriente.

Es necesario que se modifiquen las instituciones, favoreciendo una mayor delegación de competencias en materia fiscal¹⁴. Dependiendo de su grado, ello implicaría un reforzamiento de la independencia e influencia de la Comisión Europea, la creación de una Oficina Presupuestaria Europea (similar a la *Congressional Budget Office* de EE.UU.) o incluso de un Comité de Política Fiscal independiente. Optando por la opción intermedia, entre sus primeros cometidos se incluiría la estimación de los componentes cíclico y estructural del superávit público, sobre la base de escenarios macroeconómicos que eviten el sesgo optimista característico de los Planes de Estabilidad¹⁵.

Además, debería centrarse la atención en el diagnóstico de las causas y de la naturaleza de los diferenciales de inflación existentes entre las economías europeas, especialmente porque si responden a excesos de demanda en algunas de ellas, serían recomendables políticas fiscales más restrictivas. Y especialmente cuando estos persistentes diferenciales de inflación terminan deteriorando de una forma significativa la balanza por cuenta corriente.

Pero sobre todo, la mejora de la coordinación fiscal pasa porque los Estados consideren la estabilidad macroeconómica como un objetivo propio. En caso contrario, los mercados financieros despertarán¹⁶.

¹⁴ Para una revisión de las propuestas de reforma de las reglas y de las instituciones, tanto internas como internacionales, véase, por ejemplo, Lars Jonung y Martin Larch, “Improving fiscal policy in the EU: the case for independent forecasts”, European Commission *Economic Papers* n°210, julio 2004.

¹⁵ Para una revisión de estos sesgos en el caso de uno de los “alumnos ejemplares”, España, véase “El proceso de consolidación fiscal en los planes de estabilidad, 1992-2007”, *Situación España* del Servicio de Estudios BBVA, mayo 2004, pp 26-27.

¹⁶ De hecho, Standard & Poor's avisó de la posibilidad de revisar los rating soberanos, en caso de que se llevara a cabo una reforma como la acordada. Standard & Poor's, *Moving the goalposts: how reform of the Stability and Growth Pact could undermine eurozone sovereign ratings*, marzo 2005.

6. Resumen de previsiones

UEM (Tasa de variación interanual en %, excepto indicación expresa)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PIB a precios constantes	3,6	1,6	0,9	0,5	1,8	1,7	2,4
Consumo privado	2,8	1,9	0,7	1,1	1,1	1,6	2,4
Consumo público	2,4	2,4	3,1	1,6	1,6	1,6	1,6
Formación Bruta de Capital Fijo	5,2	-0,2	-2,5	-0,5	1,6	3,0	4,3
Existencias (*)	-0,1	-0,6	-0,1	0,4	0,4	0,0	0,0
Demanda doméstica (*)	3,1	0,9	0,3	1,2	1,7	1,8	2,6
Exportaciones (bienes y servicios)	12,4	3,5	1,9	0,5	5,8	5,6	5,9
Importaciones (bienes y servicios)	11,3	1,8	0,5	2,3	6,0	6,3	6,8
Demanda externa (*)	0,6	0,7	0,6	-0,6	0,1	-0,2	-0,2
Precios							
IPC	2,1	2,3	2,3	2,1	2,1	1,7	1,5
IPC subyacente	1,0	1,9	2,5	2,0	2,1	1,4	1,5
Precios industriales	5,3	2,0	-0,1	1,4	2,3	3,0	1,4
Mercado de trabajo							
Empleo	2,2	1,3	0,6	0,2	0,5	0,7	1,1
Tasa de paro (% de población activa)	8,2	7,8	8,2	8,7	8,8	8,7	8,5
Sector público							
Déficit (% PIB) (**)	0,1	-1,7	-2,4	-2,8	-2,7	-2,6	-2,7
Sector exterior							
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	-1,2	-0,2	0,8	0,3	0,6	0,6	0,4

*Contribución al crecimiento

**Incluyendo ingresos UMTS

Entorno internacional (% interanual)

	Crecimiento real del PIB (%)				Inflación (%)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	2,3	2,7	2,7	2,6
Reino Unido	2,2	3,1	2,5	2,6	1,4	1,3	1,8	1,6
Japón	1,4	2,7	1,5	3,0	-0,3	0,0	0,0	0,3
Latam (*)	1,7	6,0	4,4	3,6	10,8	6,2	6,7	6,1
China	9,3	9,5	8,5	8,0	1,2	3,9	3,3	3,3

*Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela

Variables financieras (final de período)

	Tipo oficial (%)				Tipo de interés a 10 años (%)			
	15/04/05	jun.05	dic.05	dic.06	15/04/05	jun.05	dic.05	dic.06
EMU (*)	2,00	2,00	2,00	3,25	3,5	3,8	4,0	4,7
EE.UU.	2,75	3,25	4,00	5,00	4,3	4,7	5,2	6,0
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	1,3	2,0	2,0	2,0

* Tipos de interés a 10 años referidos a bonos alemanes

	Tipo de cambio (vs euro)				Brent			
	15/04/05	jun.05	dic.05	dic.06	15/04/05	dic.05	dic.06	
EE.UU.	1,29	1,30	1,35	1,35	\$/b	52	38	36
Japón	134	136	135	135	€/b	40	29	27

Resumen de previsiones economía española

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

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PIB a precios de 1995	4,4	2,8	2,2	2,5	2,7	3,0	2,8
Demanda							
Consumo Privado	4,1	2,8	2,9	2,9	3,5	3,3	3,1
Consumo Público	5,6	3,5	4,1	3,9	4,9	4,8	4,0
Formación bruta de capital fijo	5,7	3,0	1,7	3,2	4,6	5,9	5,3
Bienes de equipo	5,2	0,4	-2,6	1,7	4,9	7,5	7,0
Construcción	6,2	5,3	5,2	4,3	4,4	4,6	4,0
Variación de existencias (*)	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	4,7	3,0	2,9	3,3	4,4	4,4	4,0
Exportación bienes y servicios	10,1	3,6	1,2	2,6	4,5	6,0	7,0
Importación bienes y servicios	10,5	3,9	3,1	4,8	9,0	9,2	9,0
Saldo exterior neto (*)	-0,3	-0,2	-0,6	-0,8	-1,7	-1,5	-1,2
Oferta							
Industria	3,9	2,5	0,7	1,3	2,1	3,4	2,2
Construcción	6,1	5,3	5,2	4,3	3,7	3,4	2,9
Servicios	4,4	3,2	2,3	2,4	2,8	2,9	2,9
PIB a precios corrientes	8,0	7,1	6,8	6,6	7,2	7,3	6,1
miles de Millones de Euros	611	654	699	745	799	857	908
Precios y costes							
Deflactor del PIB	3,4	4,2	4,5	4,0	4,4	4,2	3,1
Deflactor consumo hogares	3,1	3,3	3,4	3,1	3,0	2,7	2,6
IPC	3,4	3,6	3,5	3,0	3,0	2,7	2,5
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,2	1,0	1,3	1,0	0,9	1,0	1,0
Remuneración por asalariado	3,5	3,8	4,1	4,1	4,1	3,6	3,6
Coste laboral unitario (CLU)	2,8	3,5	3,2	3,3	3,5	2,8	2,9
Competitividad (TCER)	-0,1	2,6	2,8	4,7	0,6	1,4	0,0
Mercado de trabajo							
Población activa (EPA 2001)	3,3	-0,2	3,0	2,6	2,0	2,1	2,1
Empleo (EPA 2001)	5,5	3,8	2,0	2,7	2,5	2,6	2,3
Variación en miles de personas	802	576	312	437	422	453	420
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,7	2,5	1,4	1,7	2,1	2,2	2,1
Tasa de Paro (EPA 2001)	13,9	10,5	11,4	11,3	10,8	10,4	10,5
Productividad	0,7	0,3	0,9	0,8	0,6	0,8	0,7
Sector Público							
Deuda (% PIB)	61,3	57,8	55,0	51,4	48,9	48,0	48,0
Déficit AA.PP. (% PIB)	-0,9	-0,5	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Sector Exterior							
Saldo Comercial (% PIB)	-7,0	-6,6	-6,0	-6,2	-7,7	-8,5	-8,0
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-3,4	-2,8	-2,4	-2,8	-5,0	-5,3	-4,8

Fuente: organismos oficiales y BBVA

(*) Contribución al crecimiento del PIB

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

Servicio de Estudios Económicos:

Director:
José Luis Escrivá

Subdirector:
David Taguas

Economistas Jefe:
Europa: Manuel Balmaseda

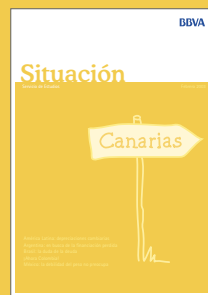
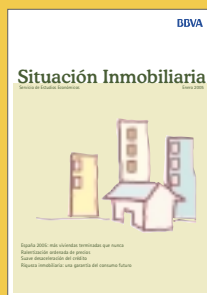
Norteamérica: Jorge Sicilia
Estados Unidos: Nathaniel Karp
México: Adolfo Albo

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso
Argentina: Ernesto Gaba
Chile: Joaquín Vial
Colombia: Daniel Castellanos
Perú: David Tuesta
Venezuela: Giovanni di Placido

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo
Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

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.