

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Julio 2005



UEM: despegue retrasado, no cancelado  
España: nueva contabilidad, misma película  
¿Ajuste en España? Cuestión abierta  
Debililitamiento potencial de la UEM

# Indice

Fecha de cierre: 22 de julio de 2005

<b>1 Editorial</b>	<b>1</b>
<b>2 Europa</b>	<b>3</b>
Recuadro: "Las paradojas del mercado petrolero"	7
Recuadro: "El <i>pass-through</i> en la UEM"	8
Recuadro: "IA-UEM, un nuevo Indicador de actividad"	9
<b>3 España</b>	<b>11</b>
<b>4 España, ¿perspectivas de ajuste?</b>	<b>15</b>
Recuadro: "De 1992 a 2004: España es diferente"	24
Recuadro: "España, Portugal e Italia, choques comunes ¿ajustes diferentes?"	26
<b>5 UEM: ¿debilidad cíclica o estructural?</b>	<b>29</b>
Recuadro: "El crecimiento potencial en los grandes de la UEM"	35
<b>6 Liquidez global: burbujas potenciales en las Bolsas, mercados emergentes y sector inmobiliario</b>	<b>36</b>
Recuadro: "Inflación y <i>core money</i> en la UEM"	42
<b>7 Resumen de previsiones</b>	<b>44</b>

## 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 publicación de la Contabilidad Nacional base 2000, además de introducir una serie de cambios metodológicos, ha actualizado la población española sobre la base del censo de 2001 e información más reciente de los flujos de inmigrantes recogidos por el padrón municipal. Este aumento de la población española, y su consiguiente manifestación en un mayor empleo, ha supuesto un incremento significativo tanto del nivel del PIB de la economía española (del 5%) como de sus tasas de crecimiento desde 2001 (0,5% en promedio anual). Sin embargo, los cambios introducidos no alteran el diagnóstico previo sobre la economía española, más bien lo acentúan. Así, el PIB mantendrá en 2005 y 2006 el patrón de crecimiento de los últimos años, basado en un fuerte dinamismo de la demanda interna, particularmente del consumo y de la inversión residencial, parcialmente compensado por el drenaje del sector exterior. A ello contribuirán, por un lado, unas condiciones financieras muy laxas y, por otro, el continuado dinamismo del mercado laboral y de los flujos de inmigrantes. Además, el afianzamiento de la recuperación de nuestros principales socios comerciales en 2006 sustentará un mejor comportamiento del sector exportador. Con todo, la economía española crecerá el 3,4% en 2005 y el 3,2% en 2006.

Las favorables perspectivas de crecimiento mundial siguen siendo uno de los principales factores de apoyo para la actividad. Los aumentos de productividad ligados a la innovación tecnológica, la creciente globalización de la producción y del ahorro, favorecida por la liberalización de los mercados, el aumento de los flujos de capital, la fortaleza del sector empresarial, financiero y no financiero, y las ganancias de credibilidad de los bancos centrales favorecen un crecimiento mundial elevado, mientras que, simultáneamente, atenúan las tensiones inflacionistas. Esta estabilidad de precios dota, a su vez, a los bancos centrales de un mayor margen de maniobra, permitiéndoles mantener los tipos de interés en niveles reducidos, y favoreciendo el crecimiento de la actividad.

En este entorno, la actividad en la UEM, tras la decepción del segundo trimestre, apuntará hacia un mayor dinamismo apoyada en la reactivación de la actividad en Alemania. Las condiciones financieras, en un entorno de ausencia de tensiones inflacionistas, continuarán siendo particularmente favorables, con tipos de interés que no repuntarán hasta bien avanzado 2006 y un tipo de cambio menos apreciado. Así, tras crecer un 1,4% en 2005, la economía europea crecerá por encima del 2% en 2006. Además, a pesar del "parón" institucional tras los referéndum de Francia y Holanda, parece avanzarse, aunque lentamente, en el proceso de reformas estructurales. En particular, las reformas del mercado laboral emprendidas en Francia y, especialmente, en Alemania podrían mostrar el inicio de una mayor concienciación sobre la necesidad de reformar la estructura productiva europea.

Este escenario globalmente positivo no está ausente de riesgos. La principal incertidumbre a corto plazo continúa siendo la evolución de los precios del petróleo, impulsada por la fuerte dinámica de las economías industrializadas emergentes. Sin embargo, el actual *shock*, aunque es de alta intensidad, no está teniendo una elevada incidencia ni sobre la actividad ni sobre la inflación de los países desarrollados. Con respecto a la inflación, todo apunta a que el *pass-through* a precios de consumo parece haberse reducido en los últimos años. A un plazo algo más largo, un riesgo relevante puede ser el exceso de liquidez en el economía global. Éste podría traducirse en incrementos de inflación, con la consiguiente respuesta de las autoridades monetarias y su impacto sobre la actividad.

La economía española, por su parte, presenta algunos riesgos específicos, tanto de oferta como de demanda, derivados del bajo crecimiento de la productividad de algunos sectores, cierto deterioro de la competitividad resultado del diferencial de inflación con nuestros principales socios comerciales y el nivel alcanzado por los precios de la vivienda. Sin embargo, la evolución de estas variables es, asimismo, al menos parcialmente, fruto del importante cambio estructural que ha experimentado la economía española en los últimos años.

Las favorables perspectivas vigentes para la economía española en 2005 y 2006 proporcionan un margen propicio para profundizar en las reformas necesarias para aumentar la productividad de la economía, cambiando un modelo de crecimiento basado en el uso cada vez más intenso del empleo por otro que permita que su uso sea también más eficiente.



## 2. Europa

### Un segundo trimestre poco alentador

Los últimos meses no han sido especialmente favorables para la UEM. El deterioro de la confianza de los agentes en un entorno de nueva ralentización del crecimiento en la zona, la consolidación del precio del petróleo en niveles altos y el varapalo político e institucional que supuso el rechazo francés y holandés al Tratado Constitucional han intensificado la atención sobre las discrepancias cíclicas y estructurales de los países de la zona euro, así como sobre las dificultades para el ajuste que se plantean en un área monetaria común. El riesgo está en que los gobiernos de la zona, preocupados por el descontento de los electores, se limiten a lamentar la imposibilidad de utilizar el tipo de cambio o la política monetaria para afrontar "shocks nacionales", presionando al BCE para que relaje unas condiciones monetarias ya muy laxas, y dejando de lado cualquier tipo de reforma que pueda resultar impopular.

Afortunadamente, no parece que se vaya a producir un completo "parón" en el proceso de reformas. El Parlamento francés ha aprobado una ley de fomento del empleo que tiene varios puntos en común con las alabadas reformas "Hartz", que ya empiezan a dar sus frutos en Alemania. Pero el más destacado es el caso alemán, donde el partido con más posibilidades de ganar las próximas elecciones de septiembre, el CDU, apuesta por continuar con el programa de reformas del gobierno actual, con énfasis en la flexibilización del mercado laboral y la consolidación fiscal<sup>1</sup>. De hecho, la perspectiva de un cambio de gobierno está afectando ya favorablemente a las expectativas de los empresarios alemanes, que consideran que éste podría ser el revulsivo que necesita la economía. El proceso reformador en Europa, aunque lento y no exento de problemas<sup>2</sup>, parece ineludible en un entorno de creciente globalización de la producción y del ahorro.

### Factores de optimismo para los siguientes trimestres

Respecto a la evolución de la actividad a corto plazo en la UEM, existen factores para confiar en que se supere el bache del segundo trimestre. Las confianzas de los agentes muestran una tímida mejoría, en línea con la revitalización del crecimiento mundial. Las empresas financieras y no financieras tienen una situación muy saneada, con ganancias de eficiencia, y elevados márgenes y beneficios. Y las condiciones moneta-

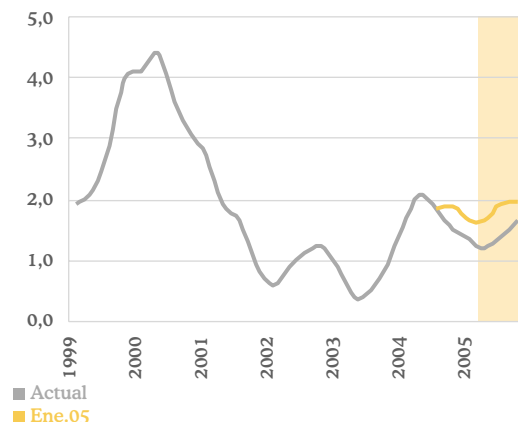
<sup>1</sup> Las reformas podrían ir más allá de lo previsto en el programa si el CDU se viera obligado a formar coalición con el liberal FDP para formar gobierno.

<sup>2</sup> Las objeciones francesas a la directiva de servicios es un nuevo ejemplo de las "tradicionales" resistencias de Europa al proceso de cambio.

Gráfico 2.1.

### UEM: PIB y previsiones ISA-BBVA

En tasa interanual



Fuente: Eurostat y BBVA

### Cuadro 2.1. Programa electoral de los principales partidos alemanes

	CDU/CSU	SPD
Pol. Exterior	1) Socio geop. EE.UU. 2) Rechazo entrada Turquía 3) Más influencia en presupuestos UEM	
Mercado Laboral	1) Continúa Hartz IV 2) Mayor flex. Mdo. laboral (despido) 3) Contratación temporal	Continúa Agenda 2010
Fomento empresarial	1) Fomento Crédito Empresarial 2) Promoción capital riesgo	Continúa Agenda 2010
Política energética	1) Reducción subv. Ener. renovables y carbón 2) Fomento energía nuclear	Continúa Agenda 2010
Fiscalidad	1) Reducción I. Sociedades 25% a 22% 2) Aumento IVA 16% a 18% 3) Reducción tipo marginal IRPF (tramos sup. e inf.) 4) Racionalización Pensiones, S.S. y Sanidad 5) Eliminación de exenciones	1) Reducción I. Socied. 25% a 19% 2) Aumento marginal tramo sup. 42% a 45% 3) Aumentan transfer. a perceptores mínimo de subsistencia

Fuente: BBVA, CDU y SPD

### Cuadro 2.2. UEM: cuadro macroeconómico y previsiones

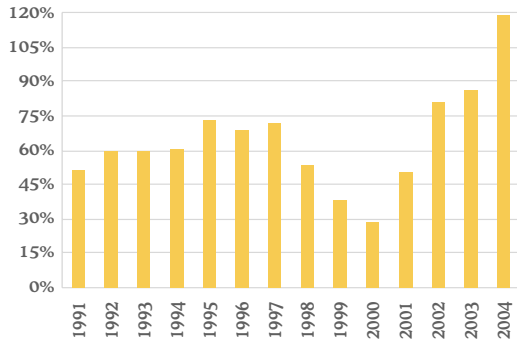
Var. interanual	2004				2005				2003	2004	2005	2006
	1 tr	2 tr	3 tr	4 tr	1tr	2 tr	3 tr	4 tr				
Consumo Privado	1,1	1,1	1,0	1,6	1,3	1,5	1,5	1,4	1,1	1,2	1,4	2,2
Consumo Público	2,6	2,9	2,8	2,1	1,8	1,5	1,5	1,5	1,3	2,6	1,5	1,6
Formación B.C. Fijo	1,1	1,4	1,6	1,1	1,0	1,3	1,9	2,1	0,4	1,3	1,6	4,3
Var. Existencias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

(\*) Contribución al crecimiento

Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 2.2.

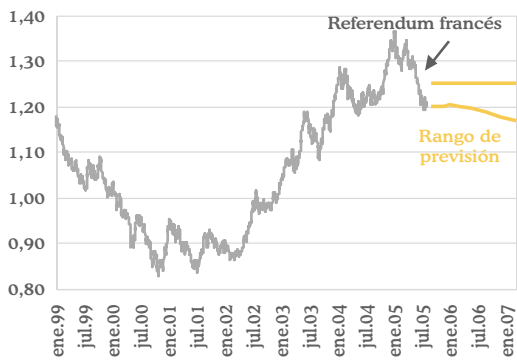
**Alemania: ratio de financiación interna de empresas no financieras**



Fuente: Bundesbank

Gráfico 2.3.

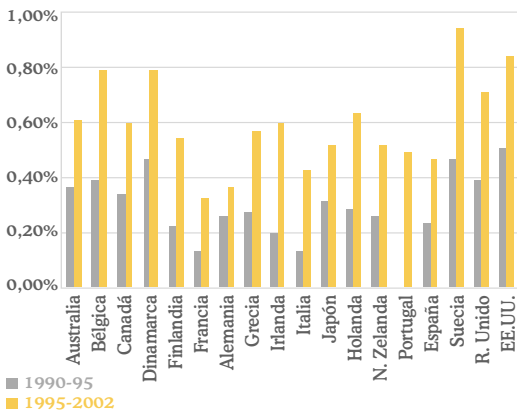
**Tipo de cambio dólar-euro**



Fuente: BCE y BBVA

Gráfico 2.4.

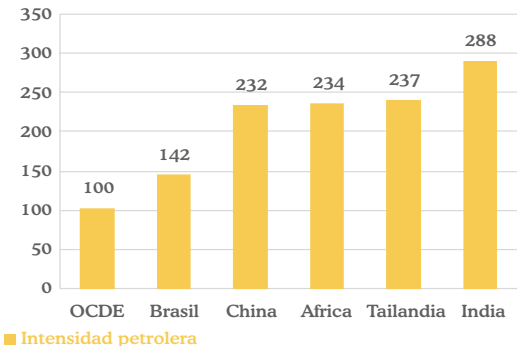
**Aportación de la inversión en ITC al crecimiento del PIB**



Fuente: OCDE

Gráfico 2.5.

**Consumo de petróleo por unidad de PIB OCDE = 100**



Fuente: BP

rias y financieras continúan siendo muy favorables para el crecimiento, con los tipos de interés reales y spreads de crédito en mínimos, aumento de los rendimientos bursátiles y paulatina relajación de las condiciones de crédito. A ello se suma la depreciación del tipo de cambio, que actuará de elemento de apoyo adicional a las exportaciones.

Hasta ahora, en la cotización dólar-euro ponderaba principalmente los posibles problemas de financiación de EE.UU. Pero la combinación de dos elementos ha llevado a otorgar más peso a los fundamentos en la cotización de la divisa. Por un lado, la incertidumbre institucional generada tras los referendums en Francia y Holanda, agravada por la debilidad cíclica en la UEM. Por otro, la moderación de la preocupación por el déficit corriente de EE.UU., entre otras causas, por la reciente revaluación del remimbi, que aunque menor de la esperada, se interpreta como un cambio definitivo en la orientación de la política cambiaria china<sup>3</sup>. Así, se espera que el tipo de cambio dólar-euro se mantenga en el rango de 1,20-1,25 en los próximos meses y en 1,21 en promedio de 2006.

En este entorno, se espera una aceleración paulatina de la actividad de la UEM, que podría registrar un crecimiento del 1,4% en 2005 y del 2,2% en 2006.

**...en un contexto global favorable con algunas incertidumbres**

Las favorables perspectivas de crecimiento mundial siguen siendo uno de los principales factores de apoyo para la actividad de la UEM. Los aumentos de productividad ligados a la innovación tecnológica, la creciente globalización de la producción y del ahorro, favorecida por la liberalización de los mercados, el aumento de los flujos de capital, la fortaleza del sector empresarial, financiero y no financiero, y las ganancias de credibilidad de los bancos centrales, favorecen un crecimiento mundial elevado, con inflación moderada. Algo que dota, a su vez, a los bancos centrales de un mayor margen de maniobra para impulsar el crecimiento o preocuparse por la estabilidad financiera.

Pero por otro lado, la mayor participación de los países emergentes en el crecimiento mundial supone un impulso al alza de los precios energéticos, que puede afectar al crecimiento e inflación de los países industrializados. Las dudas sobre en qué medida la oferta de petróleo va a seguir este aumento de la demanda podrían situar los precios del crudo en torno a 50\$ barril en 2005, para cerrar en 45\$ a finales de 2006, casi 20\$ por encima del promedio 2000-2004 (véase recuadro: "Las paradojas del mercado petrolero"). En el caso de la UEM, el incremento del precio del petróleo en dólares en lo que va de año (más de un 40%) se ve amplificado por la depreciación del tipo de cambio del euro (un 10% frente al dólar desde principios de año).

No obstante, existe evidencia de que, desde los 90, se ha producido una reducción del *pass-through* del precio de las materias primas y del tipo de cambio a precios de importación, y de éstos a precios de consumo en los países industrializados, en general, y en la UEM en particular (véase recuadro: "El *pass-through* en la UEM"). Este cambio es atribuible a la credibilidad de los bancos centrales, a la mayor competencia en los mercados de bienes y al aumento de la eficiencia de uso de la energía en los países de la OCDE, factores todos ellos que también justifican un menor impacto sobre el crecimiento de un choque petrolero. El choque actual, además, representa apenas la mitad, en términos reales, del choque registrado en la década de los 70. Asimismo, en la medida en que el choque está vinculado al aumento de demanda de los países de eleva-

<sup>3</sup> A parte de esto, en los últimos meses se observa una mayor complacencia con el déficit por cuenta corriente de EE.UU. que parece derivar de la conjunción de varios factores. En primer lugar, de la extensión de la idea de que una gran parte de este déficit es estructural, resultado de la globalización, y, en particular del exceso de ahorro de las economías en desarrollo y de Europa y de Japón, estas últimas por razones demográficas. En segundo lugar, por un menor pesimismo en relación al déficit público en EE.UU., aunque éste esté basado en una mejoría cíclica de las cuentas públicas y en unos tímidos planes de reducción del gasto militar. Y en tercer lugar, porque la balanza de rentas de EE.UU. sigue siendo superávitaria.

do crecimiento, el impacto se contrarresta parcialmente por el mayor dinamismo del comercio mundial. En el caso concreto de la UEM, las elasticidades de distintos modelos macroeconómicos sugieren que el efecto negativo sobre la actividad del aumento del precio del petróleo desde principios de año se ve prácticamente compensado por el estímulo a las exportaciones que representa la depreciación del tipo de cambio efectivo real acumulada durante este período (más del 5%)<sup>4</sup>.

Ahora bien, si el proceso de generación de capacidad ociosa y/o la paulatina mejora de eficiencia energética esperada en los países emergentes no tiene lugar, existe el riesgo de que el precio del petróleo se sitúe permanentemente por encima de los niveles previstos, con el consiguiente impacto negativo sobre el crecimiento. Otro riesgo en el escenario mundial es el relacionado con las significativas discrepancias de ahorro e inversión en algunos países, que podrían desencadenar ajustes bruscos en los tipos de cambio. Por último, persisten dudas sobre la posibilidad de que la abundancia de liquidez pueda estar generando aumentos insostenibles en los precios de algunos activos (mercado inmobiliario, bonos...), con el riesgo sobre la estabilidad financiera que ello representa.

### BCE, en compás de espera

El BCE, al menos en su estrategia de comunicación, es uno de los bancos centrales que más atención está prestando al riesgo que, a largo plazo, puede provocar el exceso de liquidez<sup>5</sup> (véase recuadro: "Inflación y *core money* en la UEM"). Aunque de sus decisiones se desprende que la importancia que otorga al pilar monetario es menor de lo que se deduciría de sus comunicados. Algo que tiene que ver con que, pese a todo, las previsiones siguen apuntando a una inflación controlada en los próximos dos años. Bien es cierto que las expectativas de inflación para 2005 se han deteriorado, de forma que se espera que, por sexto año consecutivo, termine el año por encima del 2% (2,1%). Pero este deterioro se debe exclusivamente a una evolución peor de lo previsto de los precios energéticos, sin que se detecten indicios de transmisión a otros precios. Así, se espera que la inflación subyacente, que se sitúa en el 1,4%, se mantenga en estos niveles en lo que resta de este año y el que viene. Para 2006, los riesgos sobre la previsión de inflación (1,6%) son al alza. Aparte de la posibilidad de unos precios del petróleo y/o un *pass-through* mayores de los previsto, uno de los principales riesgos deriva de la evolución de los impuestos indirectos<sup>6</sup>. En todo caso, las expectativas parecen bien ancladas en torno al 2%.

Estas favorables perspectivas, en un contexto de dudas sobre el crecimiento y crecientes presiones políticas para unas condiciones monetarias más relajadas, han llevado al banco central a focalizar su atención en la evolución de la actividad. Los indicadores de actividad cobran, así, una relevancia especial en estos meses, hasta el punto de que un debilitamiento cíclico adicional podría desencadenar una bajada de tipos. Esta opción, sin embargo, no se considera la más probable.

La depreciación del tipo de cambio en los últimos meses ha supuesto, de facto, una relajación de las condiciones monetarias que ha concedido más margen al BCE para mantener una actitud de "esperar y ver". Un índice de condiciones monetarias y financieras, que incluye los tipos reales a corto y largo plazo, el tipo de cambio efectivo real y la bolsa muestra que las condiciones financieras se situaron en junio en mínimos desde diciembre de 2002. Las encuestas empresariales, además, muestran indicios algo más alentadores. La información derivada del pilar monetario,

<sup>4</sup> Interlink, de la OCDE, AWM del BCE, Multimod del FMI, Quest de la Comisión Europea.

<sup>5</sup> Un ejemplo más claro es el del Banco de Inglaterra, que no sólo en sus comunicados, sino también en sus acciones de política monetaria, ha tenido en cuenta los riesgos asociados a la inflación de activos (y en concreto, al impacto de una posible burbuja en el mercado de vivienda).

<sup>6</sup> En concreto, la previsión de 1,6% incorpora el impacto de la reforma sanitaria en Holanda, que podría reducir en 3 décimas la inflación de la UEM. En cambio, no se considera el posible impacto del aumento del IVA en Alemania propuesto por el CDU, que según cálculos del Instituto de Estadística Alemán, podría añadir tres décimas a la inflación de la zona euro.

Gráfico 2.6.

### Precio del barril de Brent en euros

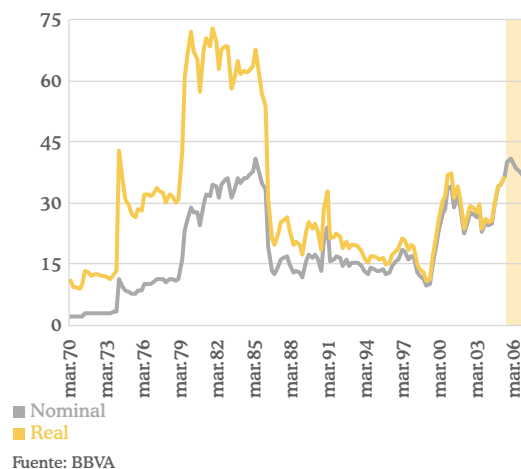


Gráfico 2.7.

### Ahorro e Inversión (% PIB) en 2004 por regiones

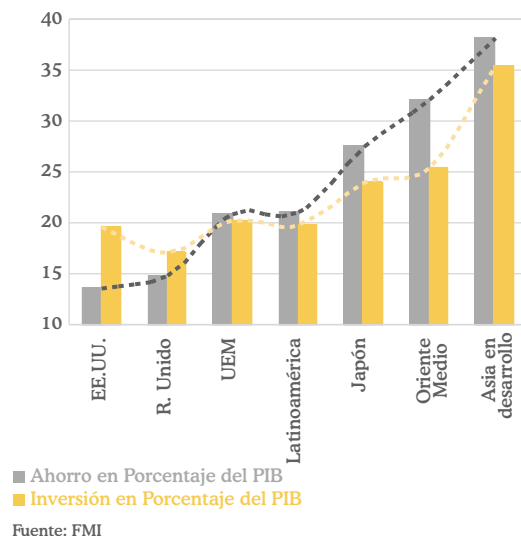


Gráfico 2.8.

### UEM: IPCA

#### En tasa de variación interanual

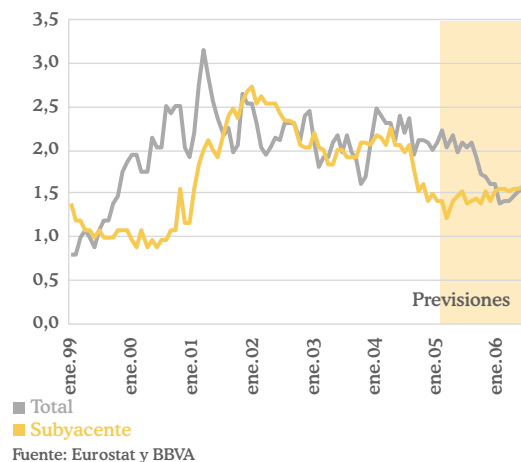




Gráfico 2.9.

**UEM: Índice de Condiciones Monetarias y Financieras (ICMF) y contribuciones**

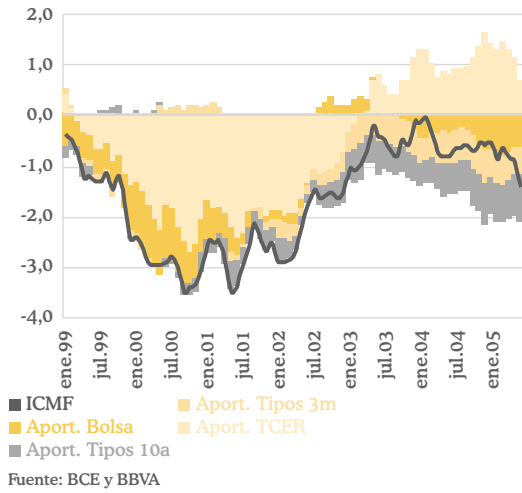


Gráfico 2.10.

**UEM: M3 y crédito al sector privado**

En tasa interanual

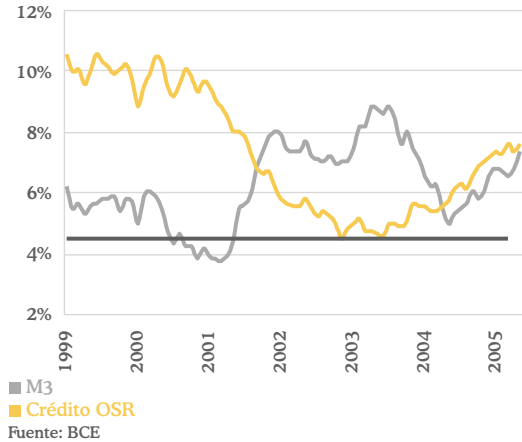
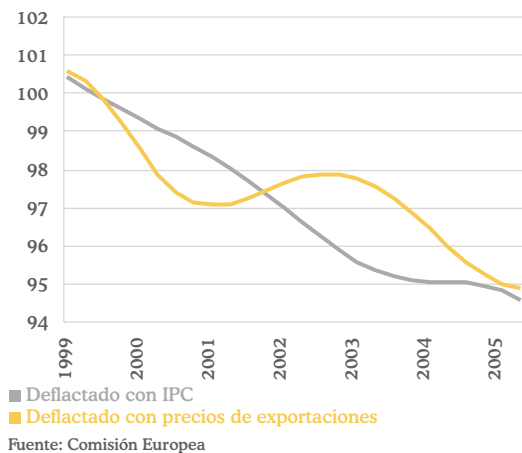


Gráfico 2.11.

**TCER alemán frente al resto de la UEM**



como el significativo incremento de la M3 por encima de su valor de referencia, cada vez más difícil de atribuir a cambios en la cartera hacia activos más líquidos por motivos de incertidumbre, o como la revitalización del crédito al sector privado, con el crédito hipotecario a familias creciendo a dos dígitos, también aconseja cautela. Así, en el escenario más probable, de paulatina reactivación económica, el banco central optará por dejar los tipos de interés en los actuales mínimos durante un prolongado período de tiempo, como elemento de soporte a la recuperación. Hasta finales de 2006 no empezaría a normalizar los tipos, con una subida hasta el 2,5% del tipo oficial. Los tipos a largo, en consonancia con las perspectivas de política monetaria y los factores que presionan a la baja las rentabilidades a nivel global (desequilibrios de ahorro-inversión globales, exceso de ahorro corporativo, moderadas expectativas de inflación...) se mantendrán en niveles bajos. El bono alemán a 10 años podría cerrar 2006 en el 4%, con un diferencial con EE.UU. que se ampliaría levemente hasta los 120 puntos básicos.

**Divergencia entre países**

Ahora bien, la transmisión de los impulsos monetarios y el efecto expansivo de unas condiciones financieras relajadas difiere entre los países de la UEM, debido a las diferencias en las estructuras productivas y financieras, grado de apertura, grado de aversión al riesgo de los agentes, regulación de los mercados, política fiscal, etc. Todos estos factores explican, también, el distinto impacto en las economías de la UEM de shocks comunes, y en cierto modo, parte de las diferencias en crecimiento e inflación en la zona euro.

Las divergencias en crecimiento e inflación entre los distintos países, y la evidencia de que los mecanismos de ajuste, dentro de una Unión Monetaria, son más lentos, están generando bastante preocupación en los países de la zona con crecimiento más bajo. En efecto, el principal canal compensador entre los países del área sería el de la competitividad. Los países con mayor debilidad cíclica cabe esperar que tengan una inflación más moderada, lo que les proporciona ganancias competitivas respecto a los de más crecimiento/inflación, lo que a medio plazo se traduciría en más crecimiento. Un claro ejemplo de esto es Alemania, que acumula desde el inicio de la UEM significativas ganancias de competitividad frente a sus socios europeos. Este canal, sin embargo, parece bastante lento y se puede ver sesgado, a corto plazo, por unos tipos de interés reales más altos en los países de inflación baja, asumiendo que las expectativas de inflación a medio plazo, las relevantes para las decisiones de los agentes, se ven afectadas por la inflación presente. Esta situación, en todo caso, generaría una composición más desequilibrada del crecimiento que, a medio plazo, no sería sostenible.

La solución, sin embargo, no pasa por abogar por más discrecionalidad en la política fiscal<sup>7</sup>, o por plantear un recorte en la independencia del BCE para que se centre más en crecimiento. Al fin y al cabo, las diferencias de inflación y crecimiento de la zona no son tan elevadas. Son comparables, por ejemplo, a las que se dan entre los estados de EE.UU.<sup>8</sup>. Tampoco hay evidencia de que se haya producido una mayor divergencia cíclica tras la UEM. Además, las diferencias en crecimiento e inflación se deben, en parte, a factores como políticas nacionales inadecuadas o ineficiencias estructurales sobre los que se tiene cierto margen de influencia. Por ello, una vez reconocidas las ventajas de pertenecer a un área monetaria común como la UEM, en términos de estabilidad, integración y tamaño de mercado, los esfuerzos deben centrarse en aquellos elementos que obstaculizan los mecanismos de ajuste, y en generar las condiciones más apropiadas para un crecimiento sostenido.

<sup>7</sup> La reforma del PEC, con el fin de considerar más las circunstancias particulares de cada país, ha introducido un grado demasiado elevado de discrecionalidad en la valoración de las cuentas públicas. Para más información, ver "The Stability and Growth Pact and Macroeconomic Stability", EuropaWatch, Abril 2005

<sup>8</sup> Véase Gianoni, D y Reichlin, L (2005): "Trend and cycles in euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?" y "Monetary policy and inflation differential in a heterogeneous monetary area", boletín mensual BCE mayo 2005.



## Las paradojas del mercado petrolero

Al analizar el mercado petrolero uno se encuentra con una importante paradoja: en la medida que mejora la oferta y se incrementan los inventarios americanos, el precio reacciona al alza. Hasta 2002, existía una clara correlación negativa y robusta entre precios del petróleo y stock de reservas. Desde ese año, si se examina el impacto de las mejoras de inventarios en los precios del petróleo, se obtiene que esta correlación se ha hecho positiva. Es decir, suben los inventarios y aumentan los precios del petróleo. Algo similar ocurre con la producción de la OPEP: en los momentos que el Cartel decide aumentar las cuotas de producción, los precios reaccionan al alza.

Adicionalmente, un incremento de los precios del petróleo del 10% tradicionalmente explicaban una caída de la demanda de petróleo entre un rango de 0,3-0,5% para los países desarrollados, dependiendo en que fase del ciclo se encontraban estas economías. En la actualidad, se observa que los incrementos de precios de los últimos trimestres no han generado la corrección esperada de la demanda, produciéndose una disminución de la elasticidad precio.

Otra paradoja es la escasa transmisión del incremento del precio del petróleo a la inflación en las economías desarrolladas. Los *output-gap* negativos en el grueso de las economías desarrolladas y las ganancias de productividad de EE.UU., unido a la caída a la mitad de la intensidad de consumo de petróleo por unidad de PIB con respecto a la década del 70', explican un repunte muy inferior de la inflación del que venía descontando el mercado.

En el mercado prevalece hoy la visión de un frágil equilibrio entre la oferta y la demanda y, en particular, el temor de que ante la salida de un productor con cuota elevada no exista capacidad para compensarla. El soporte de este enfoque se encuentra en la capacidad adicional de producción de la OPEP y en el descenso de la producción propia de los países de la OCDE. En 1985, esta capacidad excedente era de 10 millones de barriles diarios equivalentes al 17,2% de la demanda de ese año, mientras que en 2005 se cifra en casi 2 millones de barriles, sólo un 2,3% de la demanda esperada para este año. En la medida que la acumulación de inventarios responde a una mejora de la oferta, se produce una caída del potencial adicional de producción que hace que, vía expectativas, se produzca un impacto en los precios no observado en el pasado. Esta conjunción de factores, unida a la acumulación de inventarios por motivos de precaución, que ha producido un cambio estructural en el nivel deseado de estas reservas, hacen que se vean más como un incremento de "reservas estratégicas" que de uso de corto plazo. El mercado en la actualidad está descontando un escenario donde en los tres próximos trimestres la demanda supere a la oferta entorno al 1%. Sin embargo, el mercado parece creer que este es sólo el inicio de una prolongada fase de creciente escasez, como la que predicen los modelos clásicos de explotación de recursos naturales cuando se considera que han entrado en la fase crítica de reservas.

Por el lado de la oferta, si bien los escenarios de una interrupción significativa de suministros tienen una probabilidad de ocurrencia inferior al 2%, los recientes cambios políticos ocurridos en Irán han generado una sobre-reacción en un mercado más sensible hoy que en el pasado a estos acontecimientos. Al mismo tiempo, los temores sobre la capacidad de refino, hacen que, a pesar de encontrarse EE.UU. en el nivel máximo de inventarios de gasolina de los últimos cinco años, el incremento de la demanda por motivos de precau-

ción hace que se perciba una situación distinta a la que muestran los inventarios en su conjunto.

En este contexto, parece que el mercado no encuentra respuestas a dos interrogantes. En el corto plazo, ¿puede la oferta acompañar a una demanda con menor impacto de los precios del petróleo que en el pasado y que, además, tiene como protagonista a los países emergentes?. Y en el mediano y largo plazo, dadas las características de los países de la OPEP, ¿dónde se encuentran el 80% de las reservas de petróleo?, ¿se realizarán las inversiones necesarias para transformar estas reservas en oferta y alejar los fantasmas de la escasez?. Las respuestas que descuenta el mercado son poco halagadoras, hecho que se ha manifestado en la incorporación de una prima estructural de riesgo en el segundo trimestre del año y que desplaza la curva de precios.

### Revisión del escenario de precios

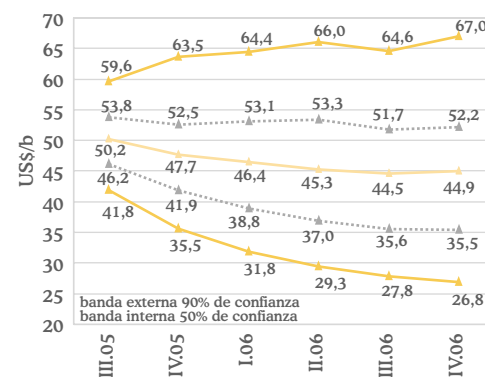
Ante este paradójico comportamiento del mercado petrolero, se ha revisado nuestro escenario de precios del petróleo. El elemento central de esta revisión consiste en la incorporación de una persistencia muy alta del efecto sobre los precios de las noticias y temores del mercado acerca del balance futuro entre demanda y oferta de crudos y destilados petroleros. Todo ello se traduce en una elevación de los niveles de precios promedio de los crudos marcadores para los próximos trimestres, así como un potencial incremento de la frecuencia de los ajustes futuros al escenario.

En el escenario central, el valor esperado promedio del Brent para 2006 se sitúa en 49,7 dólares el barril, mientras que para 2006 sería de 45,3 dólares el barril. Por su parte, los límites máximo y mínimo, que acotan la incertidumbre futura de los precios, apuntan a que se disipen temores exagerados en torno a la posible escalada del precio trimestral promedio del Brent por encima de la barrera de los 70 dólares e incluso de los 100 dólares. Cotizaciones que, como se muestra en el gráfico adjunto, poseen una probabilidad de ocurrencia inferior al 5%, incluso dentro de un horizonte de un año.

Más allá del ajuste al alza de nuestra previsión central, se mantiene el perfil descendente del escenario previo, lo que refleja la transitoriedad que, a pesar de su persistencia, se espera tendrán los shocks de expectativas que han originado el reciente rally alcista de los precios del petróleo.

Gráfico 1.

### Estimación del Precio del Brent 2005-2006



Estimaciones: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

## El *pass-through* en la UEM

En los últimos años hemos asistido a un importante repunte de los precios de las materias primas, principalmente el petróleo y metálicas, en el que los precios se han duplicado y en casos específicos aún mucho más. Aparte de los problemas de incertidumbre que rodean el suministro de petróleo, derivados de la inestabilidad política en países claves de la oferta, existen otros problemas de carácter estructural derivados de la fuerte presión de la demanda de algunos países asiáticos, en concreto de China, que están ejerciendo importantes presiones sobre los precios de las materias primas. Estos aumentos suponen un shock negativo de oferta en los países desarrollados, aunque en términos reales no se llega a los niveles registrados de los años setenta. En cualquier caso, se teme que este repunte de precios internacionales se transmita a lo largo de la cadena productiva generando presiones inflacionistas. Hasta el momento, estas presiones han sido muy limitadas en todos los países desarrollados y más concretamente en la zona euro, si se atiende a las presiones inflacionistas registradas en los precios finales de consumo. Todo ello induce a pensar que la influencia de los precios de las principales materias primas ha disminuido considerablemente a raíz de la reestructuración industrial y planes de ahorro y eficiencia energética llevados a cabo en la última parte de los años setenta y primeros de los ochenta.

Para evaluar, el *pass-through* de los precios internacionales a los precios finales de consumo en la zona euro se han utilizado modelos uniecuacionales de función de transferencia y curva de Phillips que permiten estimar la respuesta de los precios de importación a los shocks de precios externos, y como estos se transmiten por las estructuras productivas de la economía afectando finalmente a los precios de consumo. Así los precios de importación (PIMP), representados por el deflactor de las importaciones de bienes y servicios, se expresaría como una función del tipo de cambio dólar/euro ( $tc(\$/\epsilon)$ ), del precio del petróleo tipo brent, de un índice de materias primas industriales (CRBind), y de un residuo estocástico no necesariamente estacionario, tal que:

$$PIMP_t = f(tc(\$/\epsilon), Brent(\$), CRBind) + N_t$$

De otro lado, el impacto de los precios de importación sobre los precios finales de consumo puede estimarse a partir de una curva de Phillips que permita aislar las presiones internas de demanda de las de los precios externos, y de la inercia de la inflación a través de un residuo estacionario:

$$\Delta\pi_t = f'(ciclo, PIMP, Brent(\$), tc(\$/\epsilon)) + n'_t$$

Al incorporar de nuevo el precio del petróleo y de tipo de cambio en la curva de Phillips junto a los precios de importación permite estimar efectos diferenciales sobre el efecto común. El periodo muestral utilizado comprende desde el primer trimestre de 1970 hasta el cuarto de 2004. Con el fin de evaluar si el impacto ha disminuido en el tiempo, el periodo muestral se divide en dos submuestras: de 1tr70 a 4tr89 y de 1tr90 a 4tr04. El cuadro 1 muestra el *pass-through* de precios externos a los precios de importación de la UEM.

Cuadro 1.

### *Pass-through* a los precios de importación

	De CRBind a PIMP	De Brent (\$) a PIMP	De Tc (\$/€) a PIMP
1970 a 1989	0,1284	0,0929	-0,3062
1990 a 2004	0,0992	0,0283	-0,0953

Fuente: BBVA

Como puede apreciarse, los efectos han disminuido considerablemente. Así, la elasticidad de los precios de importación al petróleo y al tipo de cambio han reducido su contribución en un 70% respecto a las décadas de los setenta ochenta. Este resultado está en consonancia con la mejora y eficiencia energética obtenida a lo largo del tiempo. En cambio, la elasticidad de los precios de importación a las materias primas industriales han disminuido tan sólo algo más del 20% en los últimos quince años, lo que vendría a mostrar que la economía de la eurozona tiene una importante estructura industrial dependiente de materias primas de difícil sustitución y ahorro.

Por otro lado, los resultados del *pass-through* de precios de importación a precios finales de consumo en ambos periodos muestrales puede observarse en el cuadro 2.

Cuadro 2.

### *Pass-through* a los precios de consumo

	De PIMP a IPC	Total Brent(\$) a IPC	Total Tc(\$/€) a IPC
1970 a 1989	0,1411	0,0220	-0,0703
1990 a 2004	0,0633	0,0106	-0,0334

Fuente: BBVA

De los resultados puede extraerse una reducción de algo más del 50% del *pass-through* general de los precios de importación a los precios de consumo en el periodo actual (al pasar del 0,141 a 0,063). Asimismo el efecto acumulado de las variaciones del precio del petróleo y de las variaciones del tipo de cambio a los precios de consumo también se han reducido significativamente en un 50% respecto al mismo efecto en la década de los setenta y ochenta. Por ejemplo el efecto del precio del petróleo sobre los precios finales de consumo ha pasado de tener una incidencia media del 0,22% por cada 10% de aumento del precio del barril al 0,11% en la actualidad. Asimismo, el tipo de cambio con el dólar ha pasado de tener una incidencia del 0,7% en los precios de consumo por cada 10% de variación del tipo de cambio a tener 0,33%.

En conclusión, la menor sensibilidad de los precios finales implica que sería necesario un shock de precios de materias primas del doble de magnitud al registrado en la década de los setenta para que tuviera el mismo efecto sobre los precios de consumo en la actualidad.

## IA - UEM, un nuevo indicador de actividad

El conocimiento del “estado” de la economía es crucial para la toma de decisiones tanto del sector privado como de los organismos institucionales. El indicador sintético de la actividad económica más común es el PIB, pero éste tiene el inconveniente de que su frecuencia trimestral y el retraso en su publicación limitan su utilidad para la toma de decisiones en “tiempo real”. Además, los cambios metodológicos en la contabilidad nacional que están introduciendo los países de la UEM a lo largo de este año, añaden incertidumbre sobre el contenido informativo del PIB agregado durante este período. Por otro lado, la utilización del PIB no incorpora la información que otros indicadores de actividad económica (como el empleo o las expectativas de los agentes) podrían ofrecer, con lo que la valoración del momento cíclico podría resultar en cierta medida incompleto.

La necesidad de disponer de un indicador (1) de alta frecuencia, (2) que resuma de manera parsimoniosa la información de un amplio espectro de indicadores de actividad, (3) que ofrezca una señal actual y precisa del momento cíclico en el que se encuentra la economía, (4) en el que se pueda discernir la aportación de cada país al conjunto de la UEM y (5) sea fácilmente actualizable incorporando nueva información y nuevos indicadores nos ha conducido a elaborar el nuevo indicador sintético de actividad para la Zona Euro (IA-UEM) utilizando la metodología de descomposición en factores principales (PCA) en la línea apuntada por Stock y Watson<sup>1</sup>.

Este indicador se asemeja al elaborado por el CEPR (EuroCoin) por cuanto que también identifica el estado de la economía a través de variables subyacentes no observadas, con la salvedad de que el procedimiento de extracción empleado es la reducción en componentes principales y no la inferencia de factores latentes. Esta propiedad podría permitir hacer previsiones del indicador en base a las variables observadas que lo integran, algo que no es inmediato bajo el enfoque del análisis factorial.

### Elaboración

Para este análisis se emplean datos mensuales de variables que reflejan la evolución económica de la UEM, tanto a nivel agregado como por países. Las variables cubren la producción manufacturera, la construcción, el consumo, el sector exterior, el empleo y las expectativas de los agentes.

Las series disponibles datan desde enero de 1991 hasta junio de 2005 (T = 174). A fin de obtener una señal estadística estable, se emplean series corregidas de estacionalidad. Además, se estandarizan sus valores para hacerlas comparables entre sí, por lo que su media y su varianza serán cero y uno respectivamente. Aquellas que no eran estacionarias son transformadas tomando primeras diferencias (o tasas dependiendo de la serie), de esta manera se asegura la estabilidad de la media y la covarianza a lo largo del tiempo

po evitando problemas en la estimación. Adicionalmente, también se estandariza el factor principal obtenido para poder valorar con mayor claridad sus fluctuaciones en torno a su valor de equilibrio.

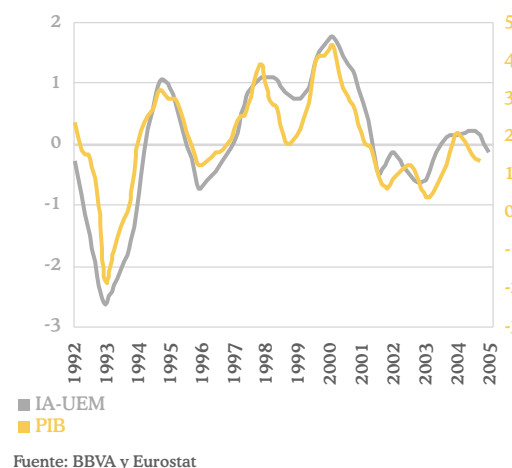
El procedimiento de estimación consiste en seleccionar una combinación lineal de indicadores que resuma la mayor parte de la información empleada en la matriz original. Se pretende, además, que la combinación lineal obtenida extraiga la máxima correlación posible de todas las variables originales. Por construcción, la información obtenida (la combinación lineal) será estadísticamente independiente (ortogonal) a la información que no ha sido utilizada (resto de combinaciones lineales).

El resultado de la estimación es un indicador que recoge la influencia de los datos por país y conjunto de variables utilizadas (empleo, producción etc). La información se resume en una única variable que refleja la mayor parte de la información muestral sobre actividad recogida inicialmente. Concretamente, la proporción de varianza muestral que el indicador recoge respecto al total de información es superior al 80%. De esta manera obtenemos la siguiente especificación de la composición del indicador (Z):

$$\hat{Z}_{t,1} = \sum_{p=1}^P \left( \sum_{s=1}^N \left( \sum_{i=1}^L \hat{\gamma}_{i1} \cdot x_{i,s,p,t} \right) \right)$$

donde P, N e I definen el conjunto de países, grupo de variables utilizadas e I las variables en sí mismas. Gamma es la ponderación ortogonal que otorga el peso relativo a cada elemento (x) del indicador.

**Gráfico 1.**  
**UEM, PIB vs IA-UEM**  
**PIB en tasa anual**



### Resultados

En el Gráfico 1 se puede comprobar la similitud del indicador con el comportamiento del PIB de la UEM. Concretamente, se comprueba que la correlación es del 90%.

El indicador deja constancia de la crisis de inicio de los noventa señalando una fuerte caída desde su nivel de equili-

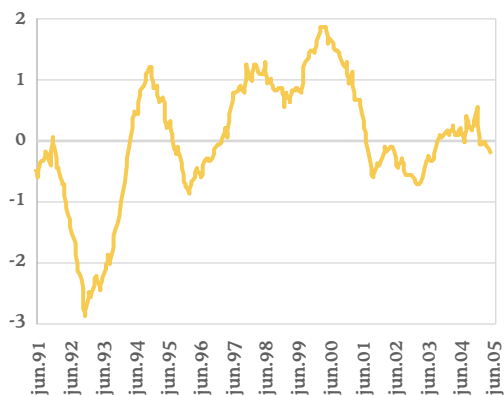
<sup>1</sup> "Forecasting Using Principal Components from a Large Number of Predictors" Stock y Watson (2002).

"Macroeconomic Forecasting in the Euro Area: Country-Specific vs. Area-Wide Information" Marcellino, Stock y Watson (Julio 2000)

brío. Además, registra las fases de desaceleración de la actividad de 1995-1996 y 2001-2003. Desde 2003 puede apreciarse la atonía de la actividad que experimenta la UEM. Ésta quedó plasmada en una dinámica muy débil del indicador que se mantuvo cercano a cero.

Desde inicios de 2005 se observan (ver en el cuadro 1) menores valores del indicador, lo que es coherente con la desaceleración del PIB de la UEM durante el primer trimestre del año. Con los datos hasta junio<sup>2</sup>, el indicador apunta una nueva reducción, lo que se reflejaría en un deterioro de la tasa de crecimiento del PIB de la UEM también durante el segundo trimestre del año. Esto encaja con el retraso sufrido en la recuperación de la confianza de algunos miembros de la UEM, retraso que, sin embargo, parece estar corrigiéndose, ya que los datos más adelantados anuncian una recuperación de la actividad y de la confianza en el mes de julio.

**Gráfico 2.**  
**IA-UEM**  
(mensual)



Fuente: BBVA

**Cuadro 1. Evolución de la actividad**

Fecha	Eurocoin*	IA -UEM	PIB UEM a/a
2004	0,16	0,16	1,7
2005 1tr	-0,14	0,15	1,3
2005 2tr	—	-0,14	
2005 abril	-0,04	-0,06	** 1,4
2005 mayo	-0,20	-0,13	** 1,3
2005 junio	—	-0,23	

\*Estandarizado \*\* Interpolado  
Fuente: BBVA y Eurostat

En suma, utilizando el método de descomposición en componentes principales obtenemos un indicador sintético con las siguientes características: resume gran parte de la información disponible sobre actividad, es fácilmente modificable, de alta frecuencia, parsimonioso y está altamente correlacionado con la tasa de crecimiento del PIB de la UEM. Características que podemos aprovechar para valorar el grado de actividad actual de la UEM. A la luz de los datos más recientes, el indicador apunta una ligera caída en el segundo trimestre de este año que sin embargo empezará a recuperarse en julio.

Gonzalo Cadenas  
santiago.gonzalo@grupobbva.com

<sup>2</sup> Gracias a su alta frecuencia, el indicador aporta ya una señal del momento cíclico para junio antes de que se publique el dato de PIB del segundo trimestre del año.



### 3. España

#### Crecimiento de la demanda interna, drenaje del sector exterior

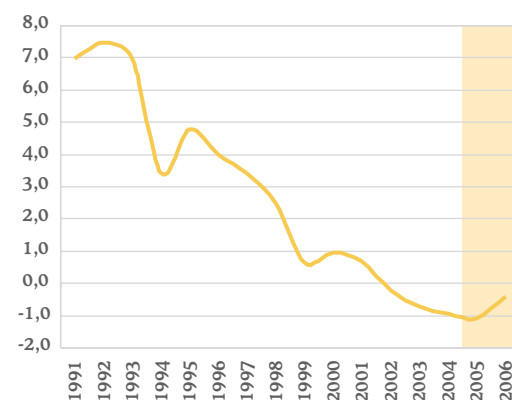
En un entorno en la UEM de muy moderada recuperación cíclica en 2005 que se consolidará paulatinamente a lo largo del año próximo y con unas perspectivas inflacionistas para 2006 ancladas por debajo del 2%, las subidas de tipos de interés en el área del euro no se producirán hasta finales del próximo año. Ello implica que las condiciones de financiación de la economía española continuarán siendo muy holgadas, con tipos de interés reales *ex post* negativos en promedio durante 2005 y 2006. Adicionalmente, el tipo de cambio del euro también se prevé que se deprecie frente al dólar, hasta 1,21 dólares por euro, lo que supondrá un freno al deterioro de la competitividad-precio de la economía española. Además, en la medida que la economía europea recupere dinamismo, ello se sumará como elemento positivo a las favorables condiciones financieras vigentes para impulsar la inversión empresarial y las exportaciones españolas.

En este contexto, el ritmo de creación de empleo mantendrá tasas cercanas a las actuales, en el entorno del 3% según la nueva Contabilidad Nacional, apoyado por el continuado impacto positivo de la inmigración y el bajo crecimiento de la remuneración por asalariado. Así, el aumento de la renta disponible de los hogares seguirá sirviendo de soporte al consumo, con avances del 4,5 y del 4% en 2005 y 2006 respectivamente. Por su parte, la construcción residencial seguirá contribuyendo al elevado dinamismo de la demanda interna, sostenida por la generación de empleo y las favorables condiciones de financiación, factor éste último que también servirá de dinamizador del resto de la inversión. Por otro lado, la lenta recuperación en 2005 de los mercados de exportación de bienes y servicios españoles, fundamentalmente de la UE, y el efecto del deterioro acumulado por la competitividad-precio harán que las exportaciones registren un pobre crecimiento este año, aunque se espera que la mejora en 2006 de la UE permita un crecimiento de las exportaciones algo mayor. En cambio, la fortaleza de la demanda interna mantendrá elevado el crecimiento de las importaciones en los próximos trimestres, por los que el drenaje del sector exterior al crecimiento seguirá siendo superior al 2% del PIB. Así, se prevé que España crezca el 3,4% y 3,2% respectivamente en 2005 y 2006.

En este entorno globalmente favorable, la incertidumbre que supone la consolidación de los precios del petróleo en niveles relativamente altos durante un periodo continuado puede tener efectos negativos relativamente más acusados en la economía española que sobre el resto de países desarrollados dado su creciente consumo relativo por unidad de PIB.

Gráfico 3.1.

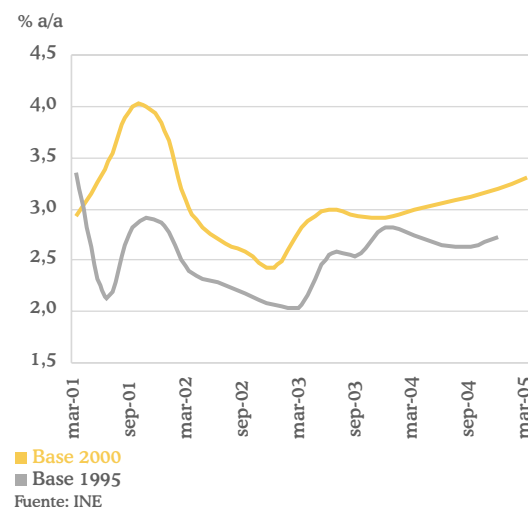
#### España, tipo de interés real de corto plazo



Fuente: BBVA, tipos a tres meses descontada la inflación

Gráfico 3.2.

#### España, crecimiento



Fuente: INE

Cuadro 3.1. España, PIB Base 2000

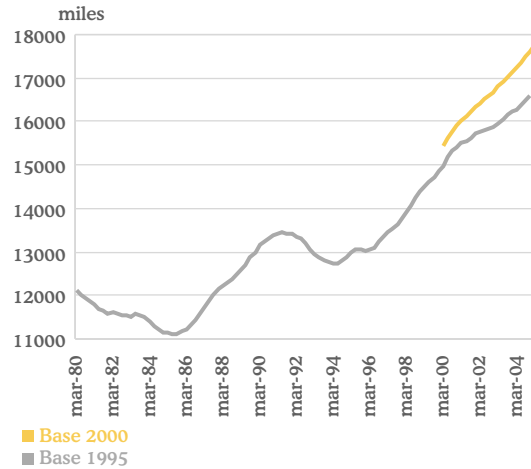
tasas a/a	2004				2005				2001	2002	2003	2004	2005	2006
	1 tr	2 tr	3 tr	4 tr	1 tr	2 tr	3 tr	4 tr						
Consumo hogares	3,3	4,7	4,7	4,8	4,8	4,6	4,4	4,1	3,2	2,8	2,6	4,3	4,5	4,0
Consumo AA.PP.	5,4	6,3	7,1	6,7	6,0	6,5	6,5	6,5	3,9	4,5	3,9	6,4	6,4	5,5
FBCF	3,4	3,1	4,9	5,9	7,5	7,6	7,2	6,3	4,5	3,3	5,4	4,4	7,1	5,7
Equipo	-2,5	-1,6	5,1	7,3	10,5	10,0	9,0	8,0	0,1	-2,9	1,9	2,1	9,4	7,0
Construcción	6,0	5,4	5,2	5,3	6,1	6,5	6,0	5,5	6,8	6,2	6,3	5,5	6,0	5,0
Otros productos	4,7	3,3	3,6	5,9	7,2	7,5	8,0	6,0	6,0	5,0	7,8	4,4	7,2	6,0
Var. existencias (*)	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	3,8	4,6	5,2	5,5	5,8	6,0	5,8	5,5	3,7	3,4	3,8	4,7	5,8	5,1
Exportaciones	3,5	2,8	3,2	1,8	-1,7	0,5	1,0	1,5	4,0	1,7	3,5	2,7	0,3	2,5
Importaciones	6,2	8,0	9,2	8,8	6,0	7,5	7,5	7,2	4,2	3,8	6,2	8,0	7,0	7,0
Saldo exterior (*)	-0,8	-1,5	-2,1	-2,3	-2,5	-2,5	-2,4	-2,2	-0,2	-0,7	-0,9	-1,6	-2,4	-1,9
PIB pm	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,5	3,4	3,3	3,5	2,7	2,9	3,1	3,4	3,2

(\*) Contribución al crecimiento

Fuente: INE y previsiones BBVA

Gráfico 3.3.

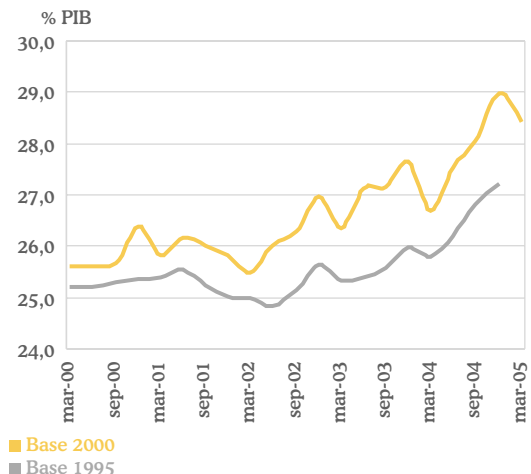
**Contabilidad Nacional, empleo**



Fuente: INE

Gráfico 3.4.

**Ratio de inversión  
(% PIB nominal)**



Fuente: INE

**Contabilidad Nacional Base 2000, avance en la coherencia estadística**

El INE publicó el pasado mes de mayo, los primeros datos de la Contabilidad Nacional Trimestral adaptada a la base 2000, con información desde el 1tr00 al 1tr05. Respecto a las estimaciones previas en Base 1995, el crecimiento es ahora mayor (0,5 puntos porcentuales en el periodo 2001-2004) y con un perfil que ha pasado en los últimos dos años de práctica estabilidad a aceleración (Gráfico 3.2).

Los cambios de base de la Contabilidad Nacional engloban el conjunto de acciones destinadas a mantenerla como una representación fiel de la realidad económica, tratando de mejorar además la comparación de las estadísticas económicas de distintos países, y en particular entre los miembros de la UE. Las novedades más importantes incorporadas en la Base 2000 son tres. En primer lugar, la corrección del efecto del crecimiento de los precios ha pasado de hacerse con base fija (el año de referencia de la estructura de precios de la economía es el mismo durante todo el periodo de vigencia de la Base) a ser un sistema de referencias encadenadas (el efecto de los precios se corrige tomando en consideración su estructura del año anterior). Con ello se evita la pérdida de representatividad conforme se aleja el periodo base, aunque con el coste de la falta de aditividad de los distintos componentes del PIB a precios constantes. En segundo lugar, ha cambiado el criterio de contabilización de la producción de los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (SIFMI)<sup>1</sup>, que hasta ahora se convenía que eran un consumo intermedio (no formaban parte del PIB) y desde ahora son una rama más de los servicios de mercado demandada fundamentalmente por los hogares, que ven incrementado su gasto en consumo. Finalmente, la Contabilidad Nacional ha incorporado las cifras de población y empleo surgidas del Censo de 2001, el Padrón Continuo y la EPA, que reflejan un crecimiento más dinámico de lo considerado hasta ahora en población total, población activa y empleo. Así, si el crecimiento promedio del PIB se ha elevado 0,5 puntos porcentuales en el periodo 2001-04, el crecimiento promedio del empleo se ha incrementado 0,7 puntos más de lo estimado hasta ahora, hasta el 2,7%<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Aquella parte de la producción de los servicios financieros no cobrada directamente mediante precios (comisiones, tarifas) sino que se factura indirectamente a través de un diferencial mayor entre los tipos de interés pagados a los clientes por sus depósitos y cobrados de ellos por sus préstamos.

<sup>2</sup> El crecimiento de la productividad aparente se reduce respecto a la estimación de la Base 1995 como consecuencia del mayor peso de aquellas actividades de servicios y construcción con menores niveles relativos de esta variable.

**Cuadro 3.2. Diferencia entre la CN Base 2000 y Base 1995**

	De nivel, en términos nominales					De tasas de variación real				
	2000	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	Promedio
Consumo hogares	4,6	5,1	4,5	3,9	5,2	0,4	0,0	-0,3	0,8	0,2
Consumo AA.PP.	0,5	0,9	1,2	1,1	1,3	0,4	0,4	0,0	1,5	0,6
FBCF	5,5	6,7	8,7	11,0	10,0	1,5	1,7	2,2	-0,2	1,3
Equipo	12,4	13,8	16,8	18,0	15,1	1,2	2,5	0,9	-3,7	0,2
Construcción	0,3	1,7	3,6	6,0	5,7	1,5	1,0	2,0	1,1	1,4
Otros productos	10,3	12,4	14,5	18,9	18,7	2,3	2,0	4,8	1,2	2,6
Demanda interna	4,2	4,8	5,1	5,4	4,8	0,7	0,6	0,4	0,2	0,5
Exportaciones	-0,4	-0,9	-0,7	-0,6	-0,3	0,4	0,5	0,8	-1,8	0,0
Importaciones	2,8	2,2	1,9	1,8	0,0	0,2	0,7	1,4	-1,0	0,3
Saldo exterior (*)	—	—	—	—	—	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
PIB pm	3,2	4,0	4,4	4,8	4,9	0,7	0,4	0,4	0,4	0,5
Ocupados	2,9	3,7	4,7	5,4	6,0	0,7	1,0	0,8	0,5	0,7
Remuneración por asal.	-2,3	-2,6	-3,3	-4,2	-5,0	-0,4	-0,8	-1,0	-0,8	-0,7
CLU	-2,5	-2,9	-3,0	-3,6	-3,8	-0,4	-0,3	-0,6	-0,7	-0,5
Productividad	0,3	0,3	-0,3	-0,6	-1,1	0,0	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2

(\*) Contribución al crecimiento

Fuente: INE y BBVA



Los múltiples cambios incorporados en la Contabilidad Nacional no permiten atribuir a uno de ellos en exclusiva el nuevo perfil de aceleración, del PIB, aunque dada la magnitud del incremento de población y empleo (Gráfico 3.3), este elemento es el decisivo en el mayor dinamismo de la economía española. En cualquier caso, los datos de la nueva Contabilidad Nacional proporcionan una visión global más coherente con el resto de la información proveniente del sector real de la economía, del sector financiero o del sector exterior de la economía española. La revisión alcista del crecimiento del PIB en 2001-04 de medio punto porcentual (Cuadro 3.2) se acumula casi en su totalidad en la demanda interna. Ello ha bastado para que la contribución negativa del sector exterior al PIB sea prácticamente igual a lo estimado en la Base 1995 a pesar de la revisión al alza de las importaciones.

Dentro de la demanda interna, las mayores revisiones al alza en el crecimiento se han producido en la Formación Bruta de Capital Fijo en Construcción (1,4% en promedio de 2001-04) y en Otros Productos (2,6%). En ambos casos la disponibilidad de estadísticas estructurales más actuales relativas a actividades de investigación científica, desarrollo tecnológico y construcción han sido determinantes en los cambios. Por lo demás, es reseñable la moderada revisión del crecimiento del consumo dado el perfil acelerado de la población y del empleo. El crecimiento del consumo de los hogares se ha revisado al alza en promedio 0,2 puntos porcentuales en 2001-04 (3,2% frente al 3,0% anterior) a pesar de que el aumento del empleo se ha incrementado desde el 2,0% al 2,7% en promedio anual. Sin embargo, hay que considerar que, a su vez, se ha rebajado la estimación del crecimiento de la remuneración por asalariado desde el 4,0% al 3,3%. Ello compensa en parte el efecto alcista del empleo sobre la renta disponible de los hogares y, por tanto, a igualdad de todo lo demás, sobre el gasto en consumo.

Además, aun considerando la revisión bajista de la productividad, el nivel de los Costes Laborales Unitarios (CLU) de la economía se ha revisado a la baja un promedio del 3,2% en 2001-04. Este descenso de los costes laborales se ha producido por la acumulación del incremento del empleo en las ramas de actividad más intensivas en su uso, las de niveles salariales inferiores al promedio. Así, el nivel de la remuneración por asalariado ha caído respecto a las estimaciones previas el 3,5% en promedio 2000-04.

### Coyuntura alcista apoyada en la demanda interna

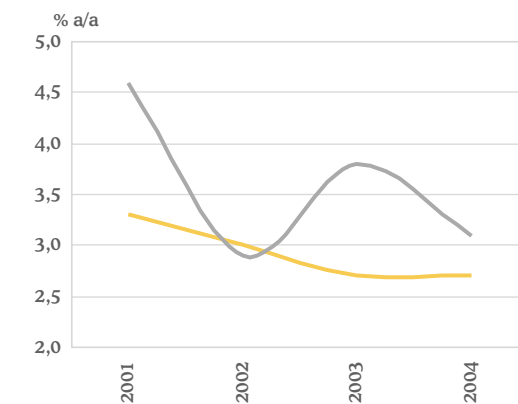
Los cambios realizados en la Contabilidad Nacional exigen cierta cautela a la hora de valorar la situación coyuntural de la economía española dado que además se dispone de datos únicamente desde el año 2000. En esta situación, aumenta la relevancia de la información proporcionada por los indicadores coyunturales, como el IA-BBVA, Indicador del Estado de la Economía Española<sup>3</sup>. Con información hasta junio de 2005, el IA-BBVA registra valores más altos de los previstos con la información disponible en diciembre pasado (Gráfico 3.6). Esta mejora del estado de la economía española en el primer semestre de 2005, se apoya en el mayor dinamismo respecto del esperado en los indicadores de empleo como las afiliaciones a la Seguridad Social o de gasto como las pernoctaciones hoteleras o el tráfico aéreo de pasajeros.

Atendiendo a los distintos componentes del indicador (empleo, producción, expectativas, gasto y construcción), se mantiene la divergencia existente entre el grupo de construcción y de producción industrial, los de mayor y menor dinamismo relativo, respectivamente, del IA-BBVA (Gráfico 3.7). El dinamismo de la construcción, apoyado en la fortaleza de la demanda de vivienda residencial de los hogares se consolida en

<sup>3</sup> Indicador estandarizado con media cero y desviación típica unitaria, que sintetiza la evolución de distintas variables de actividad, expectativas, empleo y gasto de la economía española.

Gráfico 3.5.

### Coste Laboral Unitario

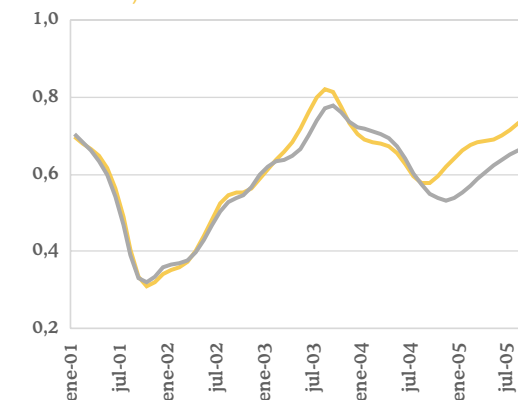


■ Base 2000  
■ Base 1995

Fuente: INE

Gráfico 3.6.

### IA-BBVA, tendencia



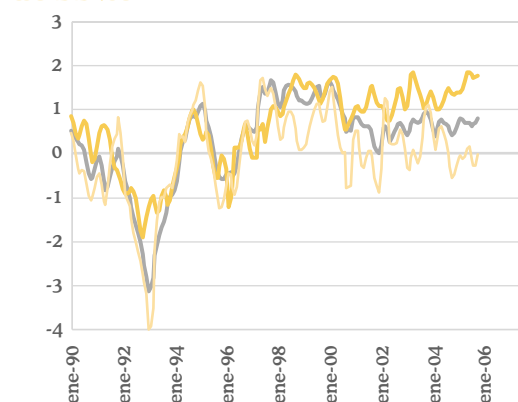
■ Jun-05

■ Dic-04

Fuente: BBVA

Gráfico 3.7.

### IA-BBVA



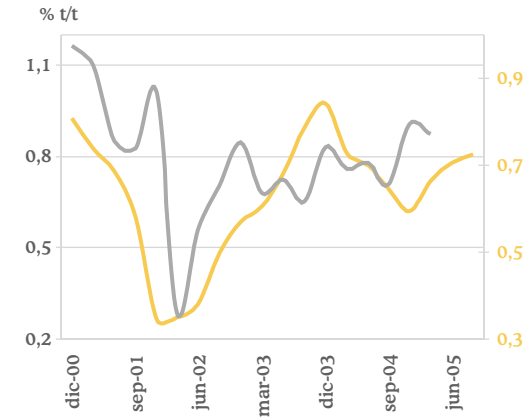
■ Construcción

■ Total

■ Producción

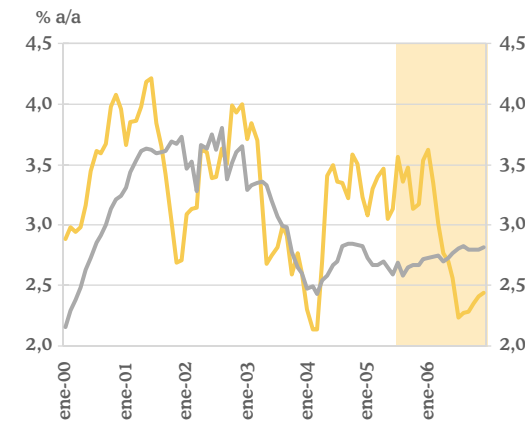
Fuente: BBVA

Gráfico 3.8.  
IA-BBVA y PIB



■ Tendencia IA-BBVA adelantado un periodo, dcha.  
■ PIB, % t/t, izqda.  
Fuente: INE y BBVA

Gráfico 3.9.  
Inflación



■ Total  
■ Tendencia  
Fuente: INE y BBVA

la primera mitad de 2005, mientras que la actividad industrial se encuentra en un estado de estancamiento ligado a la debilidad vigente en el resto de la UEM. Todo ello resulta compatible con un crecimiento del PIB en los trimestres centrales de 2005 que oscilaría entre el 3,3% y el 3,5% anual, es decir, ligeramente superior al 3,3% registrado en el primer trimestre del año.

### Inflación, al alza en 2005 y a la baja en 2006

Finalmente, en cuanto a las perspectivas inflacionistas de la economía española medidas a través del IPC, se espera un aumento de la inflación en 2005 hasta el 3,3%, tres décimas más que en 2004. En 2006, el previsto descenso de los precios del petróleo desde 39 euros de promedio en 2005 hasta 37 euros facilitaría el descenso de la inflación hasta el 2,6%. Sin embargo, el IPSEBENE, que deja fuera del IPC los componentes más volátiles, energía y alimentos no elaborados, mantendrá el perfil contrario, acelerándose una décima, desde 2,7% a 2,8% en 2005 y 2006 respectivamente. Este comportamiento resulta de la previsible filtración a lo largo del proceso productivo de los aumentos de costes registrados en los precios de la energía, lo que aceleraría los precios de las manufacturas y, en cierta medida también, de los servicios.

## 4. España, ¿perspectiva de ajuste?

Manuel Balmaseda  
Julián Cubero  
José Luis Escrivá  
Tomás Riestra

Servicio de Estudios Económicos

### Introducción

La economía española mantiene niveles de crecimiento y creación de empleo relativamente elevados en comparación con el resto de países europeos más desarrollados, y en particular respecto al resto de miembros de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Este comportamiento diferencialmente positivo se ha intensificado en 2003 y 2004, años en los que España ha ampliado su diferencial de crecimiento con la UEM, sorteando la desaceleración y, en el caso de algunos países del área, la recesión de 2003. Simultáneamente, España mantiene niveles y aumentos de la productividad relativamente bajos, incrementos continuados de sus precios relativos al exterior, en particular de los de consumo, y de su necesidad de financiación frente al resto del mundo, que alcanzó el máximo histórico en 2004 del 4,3% del PIB. Se suele argumentar que la baja productividad, unida a la pérdida de competitividad derivada de los mayores precios relativos, y reflejada en el creciente desequilibrio exterior, evidencia un choque de oferta negativo sobre la economía española que conducirá de modo inexorable a un ajuste brusco de la actividad. Ello no habría tenido lugar hasta la fecha por el efecto compensatorio del impulso derivado de la entrada en la UEM: el impacto sobre la actividad tanto de la reducción de los tipos de interés durante el periodo de convergencia nominal, como del nivel estructuralmente más bajo de los tipos en el futuro.

Por otro lado se aduce también que el rápido aumento del endeudamiento de las familias y de los precios de la vivienda suponen un riesgo para la situación financiera de las familias y la sostenibilidad del gasto privado y de la inversión residencial, que podría manifestarse como resultado de una subida de tipos de interés en la UEM.

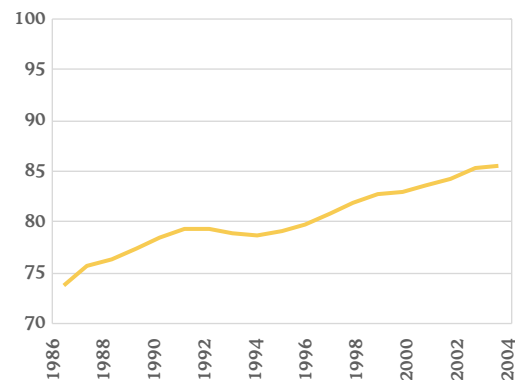
Ambas hipótesis, de oferta y de demanda, argumentan que el bajo crecimiento de la productividad, los existentes desequilibrios de precios y exterior o el rápido aumento de precio de la vivienda o del endeudamiento de los hogares conllevarán, más pronto o más tarde, pero ineludiblemente, a un ajuste significativo del crecimiento y del empleo en la economía española. En este artículo se postulará que, mientras la resolución de estos “desequilibrios” es necesaria, la evidencia sobre la inevitabilidad de un fuerte ajuste es, a lo sumo, mixta. La calibración de la magnitud e incidencia de los factores de riesgo suscita la posibilidad de que el ajuste pueda ser gradual y que todavía hay tiempo para introducir medidas de política económica que así lo permita.

### Productividad: a largo plazo, la demografía limita la permanencia del modelo de baja productividad y bajo crecimiento salarial

El proceso de convergencia real de la economía española, que ha situado en 2004 el PIB per cápita en el 85,4% del de la UE-15 (Gráfico 4.1), se viene basando desde mediados de la década pasada en un uso cada vez más intensivo del empleo, pero no más eficiente<sup>1</sup>. Así, desde mediados de la década 1990-2000, se observa una evolución divergente de los niveles relativos a la UEM de la intensidad en el uso del empleo (cantidad de horas trabajadas) y de su productividad. La intensidad en el

Gráfico 4.1.

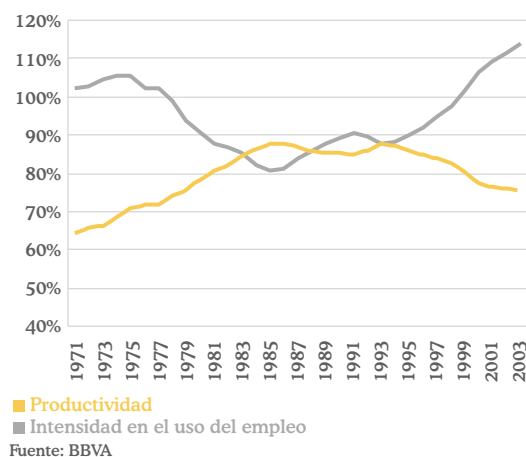
### España, convergencia real PIB per cápita, UE-15=100



Fuente: Eurostat

Gráfico 4.2.

### España, productividad e intensidad de uso del empleo (UEM=100)

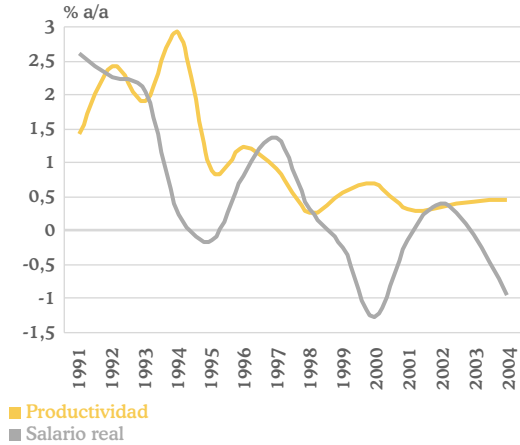


Fuente: BBVA

<sup>1</sup> En términos formales,  $\frac{PIB}{Población} \equiv \frac{PIB}{Horas de Trabajo} \cdot \frac{Horas de Trabajo}{Población}$

Gráfico 4.3.

España, productividad y salario real



Fuente: INE y BBVA

Cuadro 4.1. Descomposición del crecimiento medio anual de la renta per cápita de España

	Y/POB	Y/L	L/Ls	Ls/PE	PE/POB
1960-1975	5,6	6,1	0,0	-0,2	-0,3
1976-1986	0,9	2,8	-1,7	-0,6	0,5
1987-1992	3,2	1,2	0,5	0,9	0,6
1993-1998	3,0	1,2	0,7	0,8	0,2
1999-2004	2,1	0,7	0,4	1,2	-0,1
1960-2004	3,3	3,2	-0,2	0,2	0,1
2006-2015	1,9	1,5	0,4	0,4	-0,3
2016-2030	1,6	1,5	0,2	0,1	-0,3
2031-2050	1,0	1,5	0,0	0,4	-0,9
2006-2050	1,4	1,5	0,2	0,3	-0,6

Fuente: INE y BBVA

uso del empleo en España ha pasado del 81% al 114% del nivel de la UEM entre 1986 y 2003, mientras que en el mismo periodo, el nivel relativo de la productividad ha pasado del 88% al 76%. Este deterioro de la productividad relativa de la economía española se ha acentuado en los últimos años. La productividad aparente del trabajo ha aumentado en el periodo 2001-04 un promedio del 0,4%, tasa algo inferior al promedio europeo y muy inferior al de economías más dinámicas como la de EE.UU. Además, España está menos especializada en bienes y servicios de alto contenido tecnológico, lo que supone una mayor exposición a la competencia de países de costes relativamente bajos que la de las economías más desarrolladas. El valor añadido bruto generado por las ramas manufactureras intensivas en Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC) es en España el 9% del total, mientras que, en Francia, Italia o Alemania es cinco puntos superior.

Sin embargo, el escaso dinamismo de la productividad no supone un problema en el corto plazo. En primer lugar, en un mercado laboral eficiente, las nuevas incorporaciones al mercado laboral tienen una productividad marginal inferior a la media, reduciendo ésta, en especial si las incorporaciones son numerosas.

Y, en segundo lugar, dado el entorno de moderación salarial y abundante mano de obra. En este sentido, la “agresividad” salarial registrada en la segunda parte de la década de los 80 fue uno de los factores desencadenantes de la crisis de 1992-93. La destrucción de empleo consecuencia de la recesión de 1993 facilitó la intensificación del proceso de reformas en el mercado laboral, especialmente en lo referido a modalidades de contratación y regulación del despido. Además, el papel de los agentes sociales en la negociación colectiva se amplió, ganando peso objetivos de generación de empleo o mejoras sociales frente a la estricta negociación salarial. A la conjunción de avances parciales en la reforma del mercado laboral, el cambio de posición negociadora de los agentes sociales y la relativa abundancia de oferta disponible (altas tasas de paro tras la crisis de 1992-93), se ha venido a sumar en los últimos años el aumento de la oferta disponible de empleo por la creciente incorporación de la mujer al mercado laboral y, sobre todo, por el fuerte incremento de los flujos de inmigrantes<sup>2</sup>. La conjunción de todos estos factores ha permitido que los salarios reales aumenten por debajo de la productividad aparente del trabajo (ver Gráfico 4.5), lo que facilita la contención de los costes laborales unitarios y el mantenimiento de los márgenes empresariales.

Ahora bien, en la medida que se reduce el exceso de capacidad en el mercado laboral (reducción de la tasa de desempleo y/o menores flujos migratorios), las tensiones salariales se incrementarán y las ganancias de productividad retomarán su papel determinante. De este modo, la continuidad a largo plazo del modelo de crecimiento basado en el bajo crecimiento de los salarios reales que compensen los bajos aumentos de la productividad requiere que se profundice en la reforma de las instituciones del mercado laboral y de bienes y servicios y que se mantengan las tendencias demográficas que incrementan la oferta de trabajo disponible. En cuanto al aumento de la población en edad de trabajar, la dinámica demográfica española 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 un uso cada vez más intenso del empleo.

Para evaluar el impacto económico del cambio de la estructura demográfica como consecuencia de los flujos migratorios se descompone la renta per cápita en tres factores según su naturaleza:

$$\frac{Y}{Pob} \equiv \frac{Y}{L} \frac{L}{L^s} \frac{L^s}{PE} \frac{PE}{Pob}$$

<sup>2</sup> Ver “Inmigración, clave para el crecimiento español a medio plazo”, EconomicWatch BBVA, marzo de 2005.

Y representa la renta, Pob la población, L el empleo, Ls la población activa, y PE la población en edad de trabajar. Así, el crecimiento de la renta per cápita depende de factores de naturaleza económica (productividad,  $Y/L$ , y tasa de paro,  $L/Ls=1/(1-T. Paro)$ ), sociológica (tasa de actividad,  $Ls/PE$ ) y demográfica (proporción de la población en edad de trabajar,  $PE/Pob$ ). Con este esquema, a largo plazo, asumiendo las proyecciones de población del Instituto Nacional de Estadística (INE), una tasa de actividad que se eleva paulatinamente hasta el 80% y una productividad creciendo al 1,5% anual, muy superior al promedio de los últimos 20 años, no se evita la existencia de una restricción efectiva de oferta laboral que frena el crecimiento de la renta per cápita a partir de la próxima década (Cuadro 4.1). En este contexto, la reforma de los mercados de factores y productos y del sistema de protección social con el objetivo de aumentar la participación laboral en edades avanzadas, y la intensificación de la inversión en capital productivo, I+D e innovación y capital humano son políticas ineludibles para apoyar un mayor dinamismo de la productividad.

### Deterioro de la competitividad-precio compensado por márgenes y especialización

Además del bajo crecimiento de la productividad, y relacionado con ello, el deterioro de la competitividad de la economía se presenta como un segundo factor de riesgo de corte estructural. España registra un diferencial positivo de inflación frente al exterior. El deflactor del consumo de los hogares relativo al resto de países desarrollados era en 2004 un 5% superior al de 1999, tasa que en el caso de Francia y Alemania es respectivamente del -3% y -5%. Este aumento de los precios relativos de consumo no es exclusivo de los últimos años, ya que frente al conjunto de países que forman la UEM, excepto en 1961 y 1969, la inflación española ha sido siempre más alta. Sin embargo, la desaparición del tipo de cambio como mecanismo de ajuste hace que estos diferenciales de precios se conviertan en pérdidas de competitividad-precio de los productos españoles.

Considerando otros indicadores de precios relativos para aproximar el encarecimiento de las exportaciones españolas, como su deflactor o los costes salariales de manufacturas, se observa que, aunque con una mayor volatilidad que en el caso de los precios de consumo, existe también una tendencia de largo plazo de aumento frente a los países de la UEM (Gráfico 4.4). Sin embargo, en 2004 se produjo un ajuste a la baja del deflactor de exportaciones de bienes y servicios españoles, el más intenso de la serie histórica que comienza en 1970. Ello es coherente con un proceso de compresión de márgenes en el sector empresarial exportador español, tratando de compensar el aumento relativo de sus costes para mantener las posiciones conseguidas en el mercado exterior (Gráfico 4.5). En este sentido, el Resultado Económico Bruto de las empresas de la Central de Balances del Banco de España evoluciona de modo distinto según el sector de que se trate. En los servicios de mercado, con menores presiones competitivas y un impulso relativamente mayor de la demanda interna, el peso del Resultado Económico Bruto mantiene una tendencia creciente desde 2000 (del 19,4% al 23,9% del valor total de la producción en 2003). En la industria, más expuesta a la competencia exterior, el peso del resultado económico mantiene una tendencia decreciente (10,5% en 1998 y 9% en 2003).

A pesar del freno que supone al crecimiento de las ventas al exterior el aumento de los precios relativos, las cuotas de mercado, tanto en bienes como en servicios, mantienen una evolución creciente. En el caso del comercio de bienes, tanto la cuota nominal como la real, crecieron a lo largo de los años 90 (Gráfico 4.6), estabilizándose posteriormente, con más o menos volatilidad. Pero en todo caso, con mejores resultados que los de otros países (Gráfico 4.7). El crecimiento promedio anual de la cuota real de bienes en España es del 1,2% en el periodo 1996-2003, tasa que para Alemania, EE.UU. e Italia han sido respectivamente de 0,4%, -1,6% y -5,6%<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Debe tenerse en cuenta el empuje de las economías del sudeste asiático, y de China en particular, en el comercio mundial.

Gráfico 4.4.

### España, precios relativos a la UEM

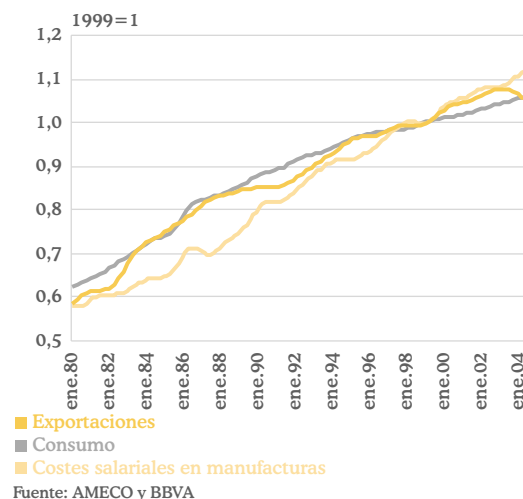


Gráfico 4.5.

### Margen empresarial (\*)

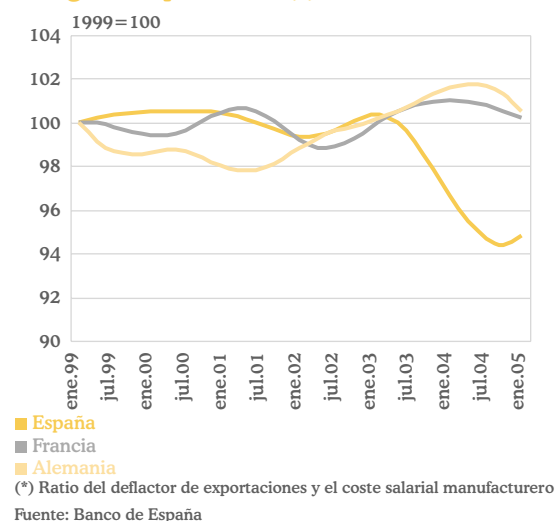


Gráfico 4.6.

### España, cuota en el comercio mundial de bienes

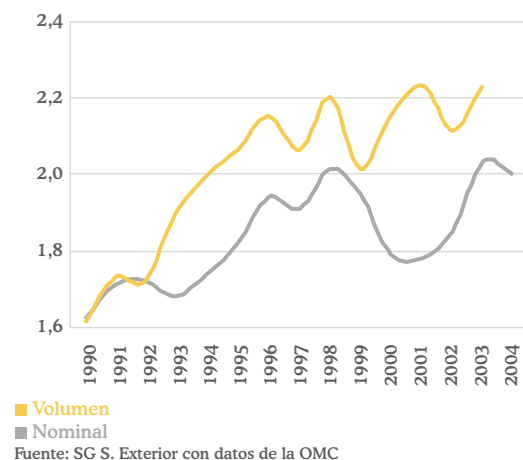
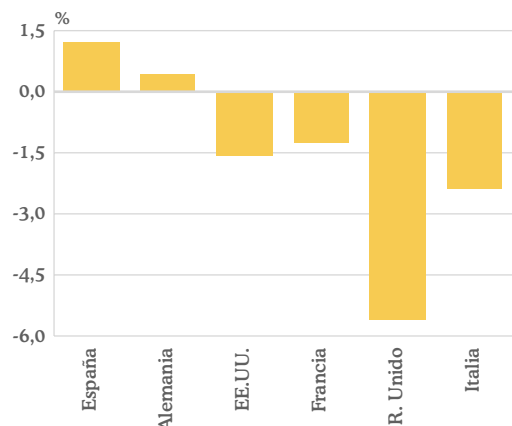




Gráfico 4.7.

## Variación cuota real de exportaciones de bienes

Promedio 1996-03

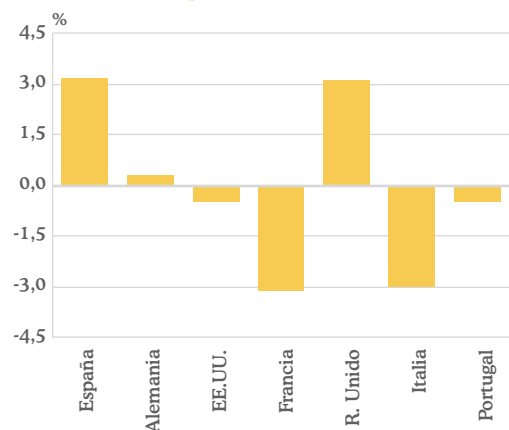


Fuente: SG S. Exterior y OMC

Gráfico 4.8.

## Cuota nominal en el comercio mundial de servicios

Crecimiento (%) promedio 1996-03



Fuente: SG S. Exterior y OMC

Al analizar la estructura del comercio exterior español de bienes por destinos y productos, se comprueba que es este último elemento el que puede estar favoreciendo su mejor comportamiento relativo, ya que España no tiene una presencia relevante en los mercados exteriores más dinámicos<sup>4</sup>. Sin embargo, la especialización productiva española está menos centrada que la de otros países en productos como textiles, ropa y calzado, bienes en los que la competencia de las economías de Asia está siendo crecientemente intensa. Dentro de la UE, España tiene una cuota de mercado cercana al 3,5% del total de las importaciones del área. Por sectores, la mayor presencia española se observa en las ramas de automóviles (9% del total), aunque tiene una tendencia decreciente en los últimos años, y en alimentos (7%). En este último grupo, la tendencia es la opuesta, con un aumento en la participación de las importaciones de la UE de casi dos puntos porcentuales en los últimos ocho años.

En cuanto a la participación en el mercado de servicios, cuyo componente más importante para España es el turismo, su evolución también es relativamente mejor que en otros países del área del Euro (Gráfico 4.8). Mientras que Francia o Italia reducen su participación en el comercio de servicios, España registra una tendencia de incrementos que sitúa su cuota nominal en 2004 en el 4% del total del comercio mundial, casi un punto más que a comienzos de los años 90.

Por tanto, las exportaciones de bienes y servicios no están registrando, por ahora, el deterioro mostrado por los indicadores de competitividad precio. De hecho, el elevado y creciente déficit exterior ha estado impulsado más por el empuje de las importaciones que por el retraimiento de las exportaciones. Así, el deterioro de la competitividad se estaría reflejando en mayor medida en la penetración de las importaciones en el mercado doméstico que, en 2004, alcanzaron el 36% del PIB español, cinco puntos más que en 1999. En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que la penetración de las importaciones, si bien puede representar una pérdida de cuota de mercado doméstico para las empresas nacionales, tiene incidencias positivas sobre la economía. Por un lado, las importaciones suponen una reducción (o menor aumento) de costes para las empresas, al presionar a la baja los precios de los bienes intermedios y de inversión, y un aumento del bienestar de los ciudadanos, al limitar los aumentos de precios de los productos y ampliar la gama de éstos. Por otro lado, las presiones competitivas de los productos exteriores fruto de la mayor apertura comercial inciden sobre la competencia y eficiencia del sistema productivo en general, flexibilizándolo y aumentando su capacidad de ajuste ante *shocks*.

Finalmente, un factor adicional que ha incidido negativamente sobre la competitividad-precio de la economía española en el periodo reciente ha sido la apreciación del tipo de cambio, que ha mermado la capacidad exportadora fuera de la UEM y abaratado las importaciones. En la medida que esta apreciación se revierta, este choque negativo sobre la competitividad sería transitorio.

En suma, el mantenido diferencial de inflación con sus principales socios comerciales está deteriorando la competitividad-precio de la economía española. Sin embargo, esta pérdida de competitividad no se está traduciendo, por ahora, en reducciones de la cuota de mercado exterior. La pérdida de competitividad es un proceso acumulativo que no tiene por qué reflejarse en la actividad de modo brusco o inminente. Ello ha ocurrido en España cuando el *policy mix* era "inapropiado"<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Para un análisis más detallado de las diferencias existentes entre España y otros países de su entorno véase el recuadro: "España, Portugal e Italia, choques comunes, ¿ajustes diferentes?".

<sup>5</sup> Ver Recuadro "De 1992 a 2004: España es diferente".



## Desequilibrio exterior, ausencia de restricciones de financiación

Es habitual señalar que el déficit comercial es un desequilibrio relevante al ser un reflejo de la pérdida de competitividad de la economía española. Sin embargo, la competitividad-precio es sólo uno de los factores que contribuyen a explicar la evolución del déficit exterior. La demanda externa e interna son otros factores relevantes en la evolución de exportaciones e importaciones respectivamente. España ha aumentado su diferencial de crecimiento frente al resto de la UEM hasta registrar en 2003 y 2004 máximos históricos, por lo que el diferencial de demandas está contribuyendo también al incremento del déficit por cuenta corriente<sup>6</sup>.

El deterioro del déficit comercial, unido al menor superávit de la balanza de servicios y específicamente del turismo, ha desembocado en un incremento de las necesidades de financiación de la economía española, que en 2004 alcanzó el 4,3% del PIB, máximo de la serie histórica (Cuadro 4.2). Una vez descontadas las transferencias de capital netas recibidas (procedentes de la UE en concepto de fondos estructurales), el saldo por cuenta corriente fue del -5,3% del PIB. Este deterioro de la Balanza por Cuenta Corriente se ha agudizado en los dos últimos años. El déficit de 2004 es 1,7 puntos porcentuales mayor que el del año anterior y más del doble del promedio de los últimos 15 años (2,5%).

Desde otro punto de vista, la disminución de las restricciones financieras derivada de la pertenencia a la UEM es otro factor que ha facilitado el aumento del déficit exterior de la economía española. El déficit por cuenta corriente de una economía frente al resto del mundo es la diferencia entre el ahorro y la inversión nacional. Así, España no puede financiar con ahorro nacional la inversión que realizan el conjunto de empresas, familias y AA.PP.

La tasa de ahorro de los hogares se ha reducido desde el 14,5% de su renta disponible en 1995 hasta el 10,4% en 2004, nivel en torno al que parece haberse estabilizado. Esta reducción, unida al hecho de que el nivel es inferior al observado en el resto de economías de la UEM (16,8% en Alemania, 15,0% en Francia y 16,3% en Italia), puede sugerir la necesidad de un ajuste del consumo privado que "corrija" la tasa de ahorro.

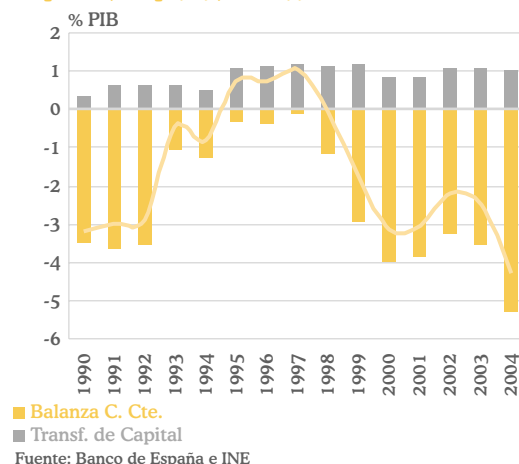
Sin embargo, por una parte, la adaptación al nuevo entorno de la UEM, con tipos de interés estructuralmente más bajos, y la relajación de la restricción de liquidez a que se enfrentaban las familias previamente, puede haber introducido un cambio en la decisión óptima de ahorro de éstas. Además, por otra parte, la caída de la tasa de ahorro de los hogares y de las empresas (-3,5% y -2,3% del PIB entre 1995 y 2004, respectivamente) se ha visto más que compensada por un mejor comportamiento del sector público (6,4% del PIB entre 1995 y 2004), con lo que la tasa de ahorro del conjunto de la economía se ha mantenido estable, entre el 22% y el 23% del PIB. Es más, la tasa de ahorro de la economía española se sitúa por encima de la de las principales economías de la UEM, sólo superada por la de Países Bajos, que además mantiene una tendencia de descenso.

Por tanto, el deterioro de la balanza por cuenta corriente se explica porque la tasa de ahorro nacional no es suficiente para financiar la inversión realizada. Respecto a ésta, España es la economía del grupo de cinco de mayor peso en la UEM que tiene una tasa sobre PIB más elevada, que se situó en el 28% en 2004. Francia, Italia y Países Bajos mantienen ratios cercanas al 20% del PIB y Alemania el 18%. Además, la inversión española se ha incrementado a lo largo de los últimos años

<sup>6</sup> Para un análisis de la contribución del diferencial de demanda y de los precios relativos a la evolución del déficit comercial con la UEM, ver el Recuadro "El déficit comercial de España con la UEM: demanda, precios y euro", en Situación España de abril de 2005. [www.bbva.es](http://www.bbva.es).

Gráfico 4.9.

### España, cap(+), nec(-) de financiación



### Cuadro 4.2. España, Balanza de Pagos

Saldos en porcentaje del PIB

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Promedio 1990-2004
Cuenta Corriente	-3,0	-4,0	-3,9	-3,3	-3,6	-5,3	-2,5
Bienes							
No energéticos (*) (**)	-5,3	-6,4	-5,7	-5,0	-5,1	-6,3	-4,5
Saldo energético (*)	-4,1	-3,9	-3,4	-2,9	-3,2	-4,2	-2,9
Servicios	3,4	3,3	3,4	3,1	3,0	2,7	2,9
Turismo	4,2	4,1	4,0	3,5	3,5	3,2	3,5
Rentas	-1,6	-1,2	-1,8	-1,7	-1,5	-1,6	-1,3
Transferencias	0,5	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	0,4
Remesas, pagos	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2
Transf. Capital	1,2	0,8	0,8	1,1	1,0	1,0	0,9
Cap(+)/Nec(-) Fin.	-1,8	-3,2	-3,1	-2,2	-2,5	-4,3	-1,7
Pro memoria							
C. Cte. sin energía	-1,8	-1,5	-1,6	-1,1	-1,7	-3,2	-0,9

Fuente: Banco de España y BBVA

(\*) Datos de la Balanza Comercial de Aduanas

(\*\*) La diferencia entre saldo de bienes de cuenta corriente y energético de balanza comercial

Gráfico 4.10.

### Diferencial entre Ahorro e Inversión

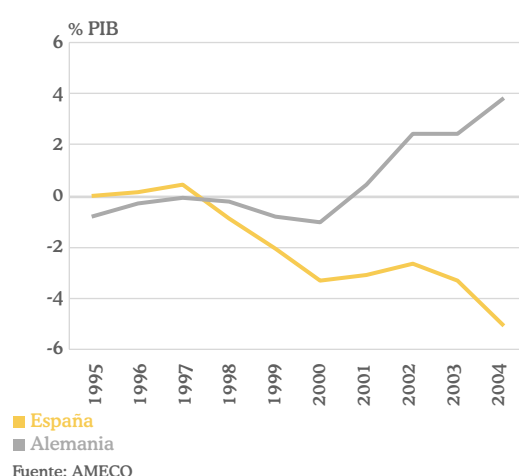
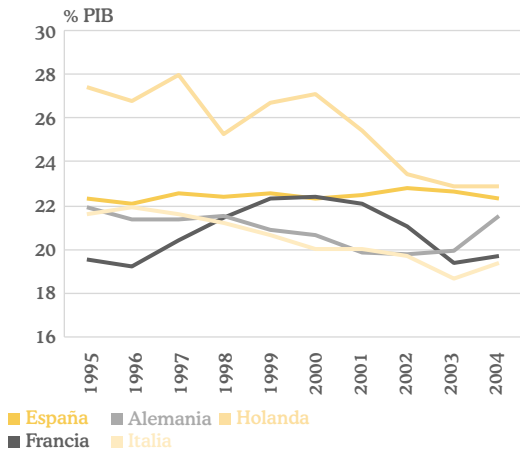


Gráfico 4.11.

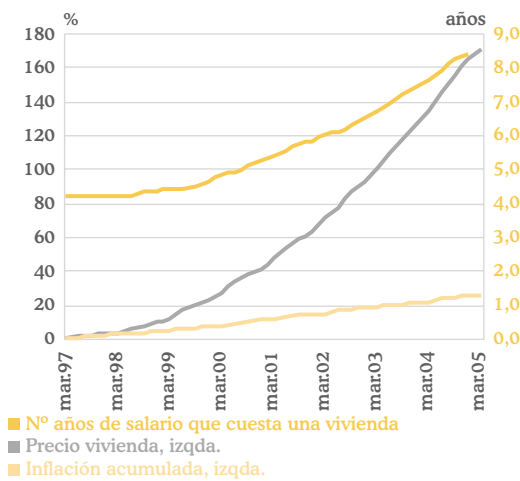
Ahorro Bruto del conjunto de la economía



Fuente: AMECO

Gráfico 4.12.

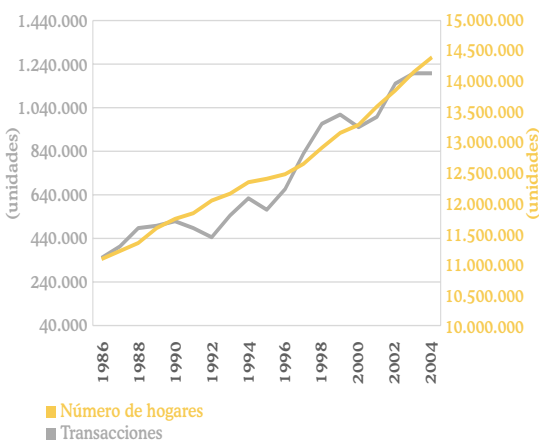
Inflación y precios de vivienda, crecimiento acumulado desde 1997



Fuente: AMECO

Gráfico 4.13.

Hogares y transacciones



Fuente: EPA y BBVA

mientras que las del resto de países está estancada respecto a las cifras de 1999 (Francia e Italia) o tiene una tendencia a la baja (Alemania y Países Bajos). Sin embargo, la inversión realizada se ha acumulado en España en el sector de la construcción, en obra civil y, especialmente, en vivienda. Así, de los casi 28 puntos del PIB que supuso la inversión en España en 2004, ocho lo fueron en vivienda, ratio que dobla la cifra de 10 años antes. En esta línea, aunque se argumenta que la inversión residencial es “no productiva”, ello puede considerarse discutible. En particular, una economía especializada en turismo y con una creciente inversión extranjera en inmuebles, la construcción residencial se torna en una de las bases de la estructura productiva.

Esta toma de riesgo que supone el aumento de la inversión, especialmente en construcción, se está aprovechando para su financiación de unas condiciones especialmente favorables y cuya mejora relativa por la caída de tipos de interés respecto al periodo previo a la UEM es irrepetible.

Hacia un nuevo equilibrio en el precio de la vivienda ...

La fuerte expansión experimentada por el mercado inmobiliario durante los últimos años ha generado dudas sobre el sostenimiento del nivel alcanzado por los precios de la vivienda, que acumulan una subida del 170% desde 1996, frente al aumento del 25% de los precios de consumo. Ello ha supuesto duplicar el número de años de salario necesarios para adquirir una vivienda. En este sentido, instituciones como el Banco de España señalan la posibilidad de una sobrevaloración de los activos inmobiliarios sobre su nivel de equilibrio de largo plazo. Una corrección súbita de estos precios incidiría especialmente sobre la inversión residencial y el consumo de los hogares, las principales bases del crecimiento de los últimos años, lo que desembocaría en un ajuste significativo de la actividad económica.

Sin embargo, durante este periodo la economía española ha experimentado una serie de impulsos positivos de demanda (socio-demográficos, económicos y financieros) que, con toda seguridad, han llevado al precio de la vivienda a un nuevo nivel de equilibrio que, no obstante, es difícil de determinar. No es posible precisar hasta que punto los aumentos de los últimos años han cerrado ya la brecha con el nuevo equilibrio. En cualquier caso, el cambio estructural implica que un ajuste de los precios, de producirse, no reduciría los precios hasta los niveles anteriores. Ante la dificultad de concretar el preciso desajuste en los precios de la vivienda actuales, es conveniente repasar la batería de impulsos estructurales que subyacen el cambio en el nivel de equilibrio.

La demanda de vivienda ha aumentado de manera notable en parte como consecuencia de la fuerte aceleración experimentada en el proceso de formación de hogares (el promedio anual desde 1997 ha sido un 172% superior al de la década anterior), que ha venido explicada tanto por factores domésticos, la emancipación de la generación del *baby-boom*, como por la creciente entrada de población extranjera que ha alcanzado el 8,4% de la población a 1 de enero de 2005.

Asimismo, como se ha comentado anteriormente, la economía española ha mantenido altos niveles de crecimiento durante la última década, lo que se ha reflejado de una notable creación de empleo y un fuerte aumento de la renta real de los hogares españoles. Parte del aumento del empleo ha sido absorbido por la población femenina y juvenil, generando un aumento del número de ocupados por hogar.

Por otro lado, la reducción estructural de los tipos de interés explica que el tipo de interés hipotecario real promedio desde la entrada en la UEM se haya reducido cerca de seis puntos porcentuales respecto a la década anterior. Al mismo tiempo, como consecuencia de la mayor estabilidad macroeconómica y de la situación saneada del sistema fi-

nanciero, las entidades de crédito han ampliado de manera notable los plazos de concesión de los créditos hipotecarios de los 10 a los 25 años, lo que ha supuesto una significativa reducción del coste de financiación de la vivienda.

Estos factores han propiciado, como se observa en el Gráfico 4.14, un fuerte aumento de la capacidad de compra de vivienda por parte de las familias españolas que se mantiene por encima del precio medio de la vivienda<sup>7</sup>.

Además, durante este periodo se ha observado un importante crecimiento de la inversión extranjera en inmuebles, de la que una parte importante se debe a la adquisición de segunda residencia de no residentes. Según los datos del Instituto de Estudios Turísticos, la entrada de turistas alojados en vivienda propia ha crecido de manera continuada en los últimos años, hasta representar más del 8% del total de turistas en 2004 (4,4 millones de turistas).

Por el lado de la oferta, la actividad inmobiliaria ha respondido de manera ágil al aumento de la demanda. Así, el volumen promedio de viviendas iniciadas se ha duplicado durante en este periodo hasta alcanzar las 700.000 viviendas al año, niveles que difícilmente serán sostenibles en el medio plazo ya que la intensidad de estos impulsos se va reduciendo en el tiempo, lo que tenderá a moderar la expansión actual.

No obstante, siguen existiendo importantes soportes que evitarían una caída brusca de la actividad y los precios. En primer lugar, dada la dinámica demográfica, la formación de hogares continuará siendo elevada durante los próximos años. La emancipación del *baby-boom* todavía no se ha completado y las proyecciones oficiales de población mantienen un flujo aproximado de 330.000 entradas anuales de inmigrantes para los próximos seis años. Además, es previsible que continúe el dinamismo de la inversión extranjera por motivos turísticos, lo que situaría la demanda de viviendas en alrededor del medio millón anual.

En segundo lugar, en el proceso de convergencia económica con la UEM continuará elevando la renta de las familias, lo que tiene un efecto directo sobre la demanda de vivienda. Al tratarse de un bien superior, los incrementos en renta se traducen en un mayor consumo de vivienda. En España, ello se puede reflejar en un aumento de la demanda de metros cuadrados en la vivienda principal (la demanda de las familias españolas es una de las más bajas de Europa, como se observa en el Gráfico 4.17) o en un aumento de la demanda de segunda residencia.

En suma, aunque sea difícil de determinar el "nuevo" nivel de equilibrio, la magnitud de los cambios acontecidos han supuesto un impulso muy importante, y probablemente irreplicable, a la demanda de vivienda que cuestionan la inevitabilidad de un ajuste brusco de éstos desde los niveles actuales.

### ... y en el endeudamiento de las familias

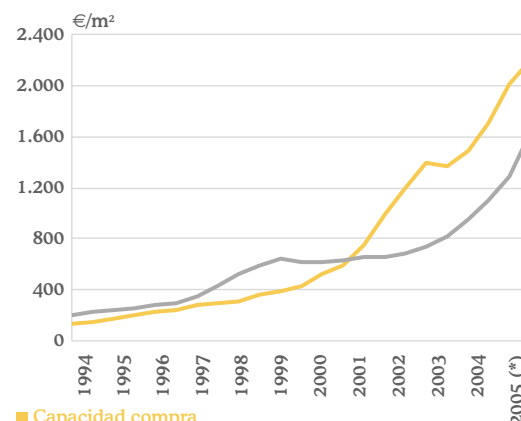
La expansión inmobiliaria, ha estado apoyada en un fuerte incremento del endeudamiento de las familias. El ratio de endeudamiento, medido como los préstamos a las familias sobre su renta disponible, se ha duplicado durante la última década hasta el 103% en 2004. Esto ha provocado una creciente preocupación sobre la situación financiera y la solvencia de los hogares españoles.

No obstante, una comparación internacional del endeudamiento de los hogares permite observar que, a pesar del fuerte incremento experi-

<sup>7</sup> La capacidad de compra se calcula sobre la base de un préstamo por el 80% del valor de una vivienda de 90 metros cuadrados, al plazo medio de concesión y al tipo de interés vigentes en cada año, tomando como referencia una tercera parte de los ingresos familiares ponderados medios. Para mayor información véase "Entendiendo los indicadores de accesibilidad". *Situación Inmobiliaria* BBVA Octubre de 2003.

Gráfico 4.14.

### Precios de viviendas y capacidad de compra Euros/m<sup>2</sup>

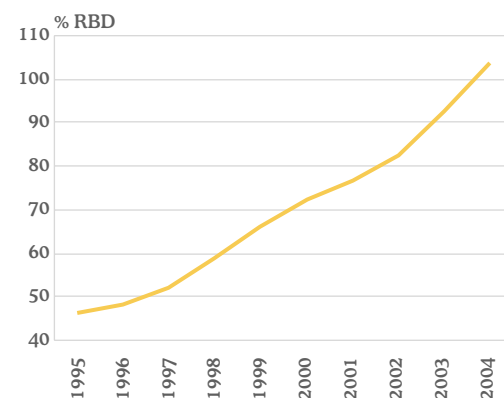


(\*) Datos del trimestre

Fuente: M<sup>o</sup> Fomento y BBVA

Gráfico 4.15.

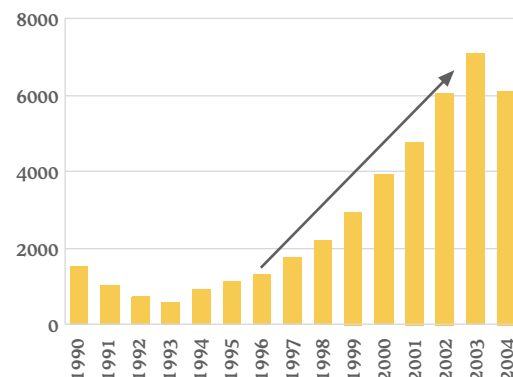
### España, endeudamiento de las familias Préstamos sobre renta disponible



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.16.

### Inversión Extranjera en Inmuebles Millones de Euros

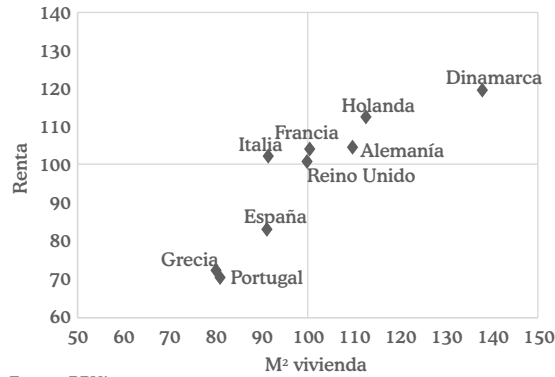


Fuente: Balanza de Pagos del Banco de España

Gráfico 4.17.

Renta per cápita y consumo de vivienda. 2001

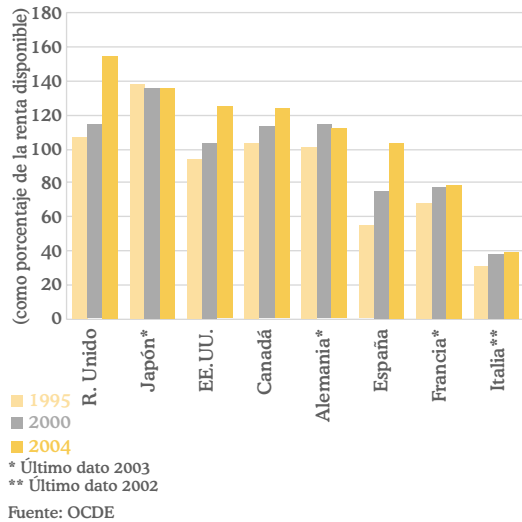
Europa = 100



Fuente: BBVA

Gráfico 4.18.

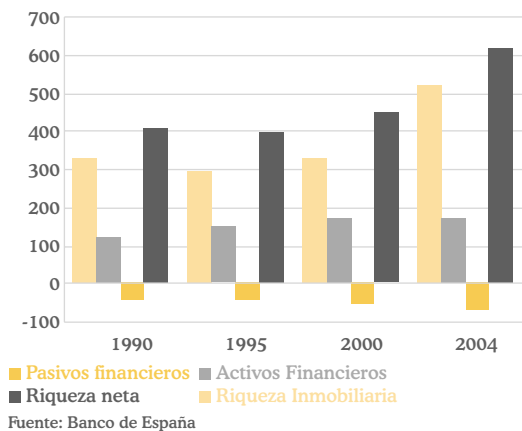
Pasivos de las familias



Fuente: OCDE

Gráfico 4.19.

Situación patrimonial de las familias



Fuente: Banco de España

mentado durante los últimos años, la deuda de las familias españolas se mantiene aún por debajo de la vigente en las economías más desarrolladas. Además, prácticamente tres cuartas partes de este endeudamiento se ha destinado a la adquisición de vivienda y la fuerte revalorización de este activo ha provocado que la situación patrimonial a nivel agregado se mantenga muy holgada a pesar del incremento del endeudamiento.

Desde el punto de vista de la solvencia financiera más importante que el nivel de deuda es el servicio de esa deuda, que indicaría la capacidad de pago de las familias. A pesar del fuerte endeudamiento de las familias, la carga financiera se ha mantenido bastante estable durante los últimos años como consecuencia del alargamiento de los plazos de amortización y el bajo nivel de los tipos de interés. Además, a nivel desagregado también se aprecia una situación bastante saneada de la posición financiera de las familias. Según se desprende de la Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España, con datos a 2002, tan sólo un 3% de las familias españolas tendrían una carga financiera superior al 40% de su renta, mientras que la mediana se sitúa en el 15%. Todo esto tiene reflejo en la baja morosidad de los préstamos bancarios, que se encuentran en niveles mínimos históricos de 0,7% del total de los préstamos, y 0,3% de mora hipotecaria.

Aún así, el incremento del endeudamiento de las familias aumenta la vulnerabilidad ante escenarios de riesgo. Los principales factores de riesgo serían un ajuste de empleo y un aumento brusco de los tipos de interés, que podrían venir acompañados en el peor escenarios de una caída brusca de los precios de la vivienda que mermara la capacidad de pago de las familias.

En cuanto al ajuste significativo a la baja del empleo, es un acontecimiento de probabilidad muy reducida, aunque sería el que tendría una incidencia más relevante sobre la capacidad de pago de los hogares. En segundo lugar, es indudable que, debido a que la mayoría de los préstamos a las familias se conceden a tipo variable y del alargamiento de los plazos de los mismos, la exposición de las familias a variaciones de los tipos de interés ha aumentado de manera notable. No obstante, se espera que las subidas de tipos en el área euro sean graduales, por lo que las familias se podrán ir acomodando al mayor servicio de su deuda. Finalmente, una hipotética caída brusca de los precios de la vivienda podría tener efectos sobre el consumo y sobre la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, su impacto sobre el consumo sería limitado en España, y muy inferior al de otros países, dado el reducido uso de la disposición de riqueza inmobiliaria a través del crédito hipotecario.

En síntesis, los precios de la vivienda y el endeudamiento parecen evolucionar de acuerdo a factores que, tras la entrada en la UEM, determinan una nueva senda de equilibrio. Ello no descarta, en todo caso, moderaciones en el ritmo de evolución de ambas variables que se producirán con el inicio del ciclo alcista de tipos de interés y la moderación de los factores demográficos, en línea, por tanto, con los fundamentos.

Conclusiones

España además de registrar unos diferenciales positivos de crecimiento y creación de empleo respecto al resto de la UEM, también muestra un bajo crecimiento de la productividad, un aumento de sus precios relativos, un desequilibrio exterior creciente y un relativamente rápido aumento de los precios de la vivienda y del endeudamiento de los hogares. En esta situación, se plantea si estos problemas son indicio de una perspectiva de ajuste del crecimiento y el empleo de la economía española, bien como resultado de un posible choque negativo de demanda (una corrección del gasto ligada a la de los precios de la vivienda o el endeudamiento de los hogares), o bien por un choque negativo



de oferta, puede que en marcha ya aunque oculto por lo holgado del *policy mix*, y reflejado por el bajo crecimiento de la productividad y el aumento de los precios relativos.

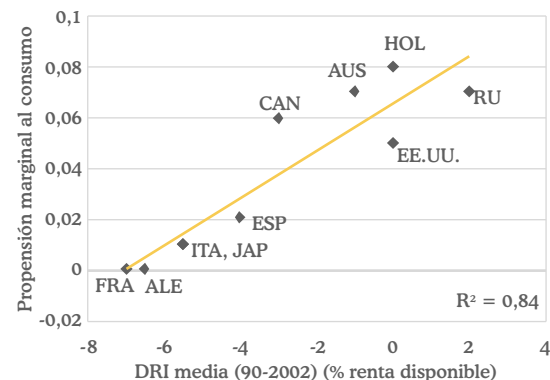
Como se ha mostrado en el artículo, la evidencia es mixta acerca de que el resultado deba ser un ajuste significativo del crecimiento. Si bien es cierto que la productividad del trabajo registra aumentos reducidos, éstos se ven acompañados por unos costes salariales que en términos reales han caído de modo continuado en los últimos años. La “abundancia” de la oferta de trabajo disponible augura el mantenimiento de bajos crecimientos salariales si se retoma el impulso reformador en el mercado laboral. Sin embargo, la dinámica demográfica impone una restricción que impide mantener este modelo de crecimiento en el largo plazo, lo que debe ser un estímulo para implementar las medidas orientadas a mejorar la dotación de capital físico y humano de la economía española y una mayor eficiencia en su aplicación. Respecto a la competitividad-precio, es llamativo que su deterioro, más o menos intenso según el indicador de precios seleccionado, no se haya trasladado hasta el momento a las cuotas de exportación de bienes y servicios, sostenidas por una combinación de compresión de márgenes y especialización comercial menos expuesta, por ahora, a la presión de las economías emergentes. Sin embargo, la pérdida de competitividad podría estar manifestándose en la creciente penetración de las importaciones. Pero la fortaleza de la demanda interna doméstica, la creciente especialización de la economía en servicios y la composición de estas importaciones, con un elevado componente de bienes de inversión, atenúan la lectura de fuerte impacto sobre la economía española de esta dinámica.

En cuanto a los precios de la vivienda y el endeudamiento de los hogares, no parece que en promedio hayan evolucionado muy alejados de sus fundamentos, siendo por tanto improbable un ajuste brusco de ambas variables. Ello no descarta, siendo incluso “deseable”, moderaciones en el ritmo de evolución de ambas variables que se producirán con el inicio del ciclo alcista de tipos de interés y el menor impulso de la dinámica poblacional.

Por último, todo ello no obvia la necesidad de profundizar en la liberalización de los mercados de factores y de productos, y de intensificar los procesos de inversión en capital productivo, tecnológico y humano, como vías de fomento del crecimiento potencial de la economía y limitar el impacto del posible ajuste. La relativamente favorable coyuntura económica nacional e internacional prevista para los próximos años debe ser aprovechada para ello.

Gráfico 4.20.

### Disposición de la Riqueza Inmobiliaria (DRI)

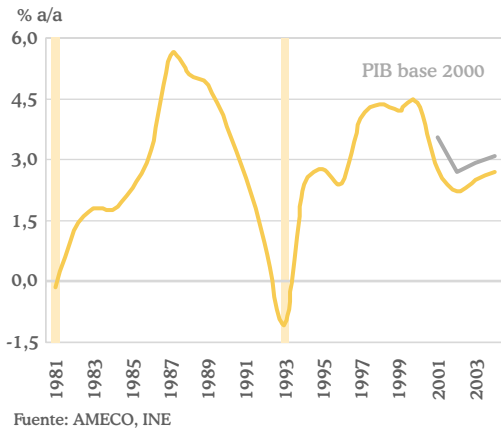


Fuente: OCDE

## De 1992 a 2004: España es diferente

La economía española crecerá en 2005 el 3,4%, lo que supone un periodo ininterrumpido de 12 años con tasas de variación del PIB positivas, tras la recesión de 1993 (-1,0%). Se superará así la duración de la anterior fase de crecimientos continuados del PIB, 11 años entre 1982 y 1992.

**Gráfico 1.**  
**España, crecimiento**



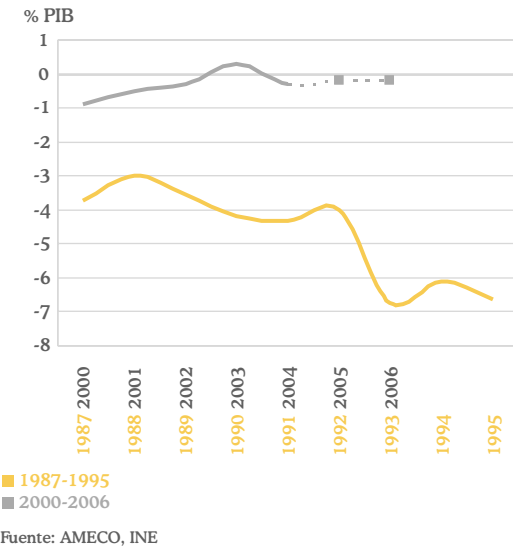
Durante esta larga fase expansiva se vienen acumulando en la economía española una serie de desequilibrios que podrían sugerir que se dirige hacia un ajuste similar al registrado tras la expansión de los 80. Sin embargo, la economía española de 2004 es muy distinta a la de principios de la década de los 90, lo que, aunque no es garantía de que no se produzca un ajuste, sí que resulta coherente con que, de producirse éste, sea distinto al de 1992-93.

### 1992: la búsqueda de la estabilidad nominal con un "policy mix" inapropiado, causa de la crisis

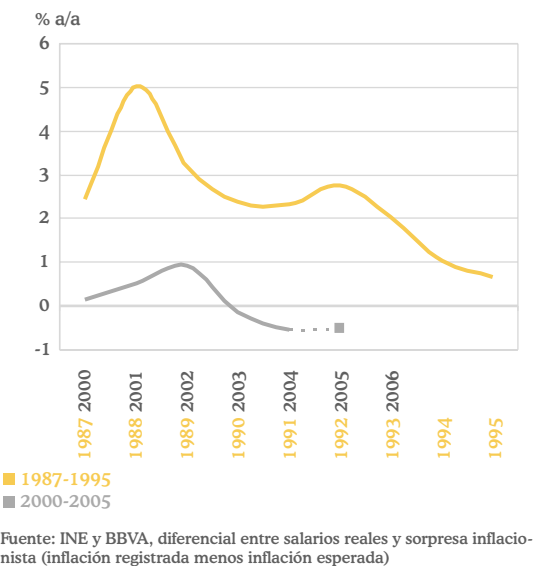
La caída anual del PIB de 1993 (entre el 4tr92 y el 3tr93) fue resultado de la no sostenibilidad de un "policy mix" inapropiado en el que la política monetaria trataba de estabilizar los efectos expansivos de la política presupuestaria y de la de rentas. El establecimiento de un objetivo de inflación por parte del banco central y la pertenencia de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) fueron los instrumentos utilizados para anclar las expectativas de crecimiento de los precios en la economía española. Su consecución obligó a implementar una política monetaria restrictiva que compensase el efecto expansivo de una política fiscal pro-cíclica en una etapa de fuerte crecimiento (final de la década de los 80) y de una política de rentas con elevados crecimientos salariales reales a pesar del relativamente alto nivel del desempleo, consecuencia a su vez, de la regulación vigente en el mercado laboral.

Así, en el periodo 1987-92, con un crecimiento promedio cercano al 4%, el déficit público fue del 3,8% del PIB, lo que supuso un saldo estructural cercano al -5% del PIB, mientras que la presión salarial, entendida como el aumento de los salarios reales sobre la sorpresa inflacionista (diferencial entre la inflación registrada y la esperada), fue de 3,0 puntos porcentuales.

**Gráfico 2.**  
**Déficit público**



**Gráfico 3.**  
**Presión Salarial**



La combinación de estabilidad del tipo de cambio nominal y sostenidos diferenciales de inflación respecto a los principales socios comerciales de la economía española, produjo una apreciación del tipo de cambio efectivo real que impulsó el deterioro del saldo exterior y frenó el crecimiento desde comienzos de los años 90 (Gráfico 1). Además, las consecuencias sobre el crecimiento del endurecimiento de la política monetaria se hicieron más evidentes con la entrada en recesión prácticamente simultánea del resto de principales países europeos del SME, afectados más o menos intensamente por las subidas de tipos de interés de Alemania tras su reunificación. La crisis de confianza desencadenada con las sucesivas devaluaciones de la peseta de 1992 y 1993 y el rápido ajuste del empleo intensificaron la caída del PIB entre la segunda mitad de 2002 y comienzos de 2003.



## 2004: una economía en la UEM, más abierta y disciplinada por el mercado

La economía española del periodo 2000-05 es muy diferente de la de 1987-92. España ha conseguido la estabilidad nominal dentro de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Así, en el periodo de referencia, el déficit público se ha situado en el  $-0,3\%$  del PIB y la presión salarial ha sido prácticamente nula, algo a lo que ha contribuido tanto la orientación coordinada de las políticas económicas implementadas como la mayor disciplina derivada del creciente escrutinio de los mercados financieros sobre una economía cada vez más abierta al exterior y, por lo tanto, sometida a mayores presiones competitivas. Todo ello sin olvidar el choque de oferta derivado de la mayor disponibilidad de oferta de empleo por la inmigración y la creciente incorporación de la mujer al mercado de trabajo.

Cuadro 1.

España	1987-92	2000-05
Inflación	5,9	3,3
Déficit Público (% PIB)	-3,8	-0,3
Estructural (% PIB)	-4,9	-0,4
Salarios reales	2,0	-0,5
Presión Salarial (p.p.) (*)	3,0	0,1
Tipos de interés reales	8,1	-0,2
Competitividad-precio	3,4	1,6
Crecimiento	3,8	3,3
Población	0,3	1,4
Apertura exterior (% PIB)	32,9	62,8
Capitaliz. Bursátil (% PIB), (**)	30,7	72,5

Crecimiento promedio anual, salvo indicación en contrario

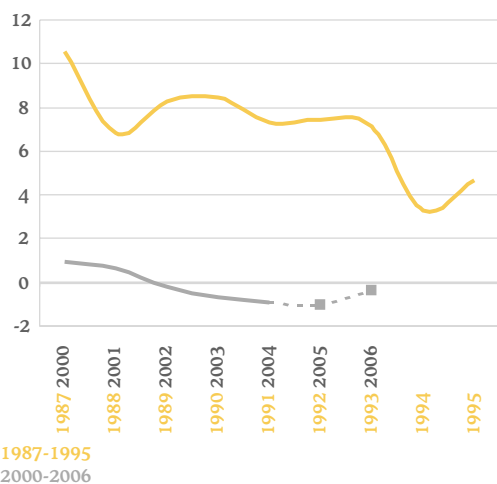
(\*) Crecimiento salarial real menos sorpresa inflacionista (diferencial entre la inflación registrada y esperada).

(\*\*) 1991-92 y 2000-04

Fuente: B de España, INE y BBVA

Gráfico 4.

### Tipos de interés de corto plazo sin inflación



Fuente: Banco de España, INE y BBVA

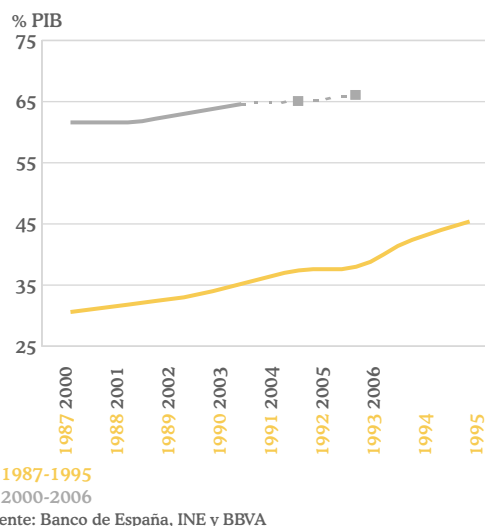
Con todo, el tono de la política monetaria de la UEM, apropiada para el conjunto del área, está siendo expansivo para su "región española" dado el diferencial positivo de inflación

(Gráfico 4), lo que ha impulsado la demanda y contribuido a ampliar el diferencial de crecimiento de la economía española con el conjunto del área.

Además, la creciente apertura exterior y la internacionalización de la empresa española implican que el tejido productivo española está ahora mucho más sujeto a la disciplina que introduce en una economía la competencia exterior y al control de los mercados financieros. De hecho, tanto el grado de apertura como la capitalización bursátil se han doblado desde 1987-92.

Gráfico 5.

### Apertura exterior



Fuente: Banco de España, INE y BBVA

## ¿Ajuste en perspectiva? en todo caso, distinto al de 1992

Los cambios registrados en la economía española en los últimos años no afectan a la probabilidad de que se produzca en un futuro más o menos próximo una significativa desaceleración del PIB. En todo caso, sí se puede esperar que el ajuste, cuando se produzca, será distinto al de 1992-93. En primer lugar, el choque desencadenante de la crisis no sería, como en 1992, la no sostenibilidad de las distintas políticas implementadas dada la contradicción existente en sus objetivos. En segundo lugar, la mayor integración española, en particular con las economías del resto del área del euro, si bien induce una mayor eficiencia fruto de la competencia internacional, también aumenta su exposición a choques externos, previsible desencadenantes de futuros ajustes en el crecimiento.

La mayor flexibilidad de la economía española y su exposición al exterior reducen la probabilidad de ajustes tan bruscos como el registrado en 1992-93, pero también, a diferencia de entonces, la salida de la crisis no contará con el impulso de demanda fruto de devaluaciones del tipo de cambio o de reducciones de tipos de interés por parte de una autoridad monetaria nacional.

# España, Portugal e Italia, choques comunes, ¿ajustes diferentes?

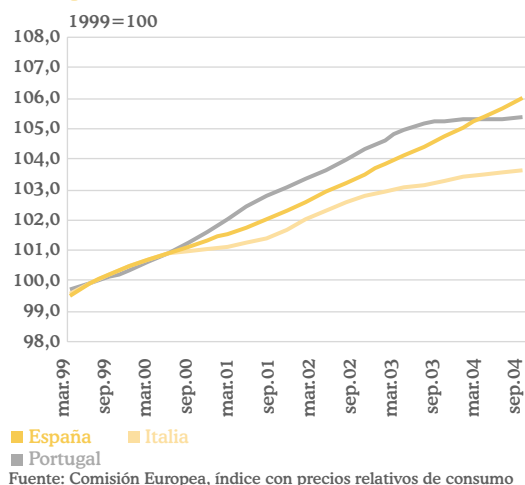
La introducción del euro supuso la desaparición del tipo de cambio como factor de competitividad entre los países de la UEM. Además, la política monetaria única estableció el mismo tipo de interés interbancario para el conjunto del área monetaria europea. Así, la evolución de los precios relativos se convirtió en el factor determinante de la competitividad dentro del área, así como en el único elemento diferenciador en el nivel de los tipos de interés reales a corto ex post de cada país<sup>1</sup>.

Algunos países, como Italia o Portugal, han visto mermada su competitividad desde el inicio de la UEM por una evolución desfavorable de los precios relativos que no podían compensar con depreciaciones del tipo de cambio. De hecho, existe cierto consenso en atribuir a estas pérdidas de competitividad parte de la responsabilidad en la fuerte desaceleración de la actividad registrada en ambos países. Sin embargo, en países como España, que ha experimentado un deterioro competitivo similar, no se ha producido un ajuste semejante, lo que lleva a plantear qué factores explican la diferencia y en qué medida pueden afectar a la dinámica de ajuste.

## Elementos comunes

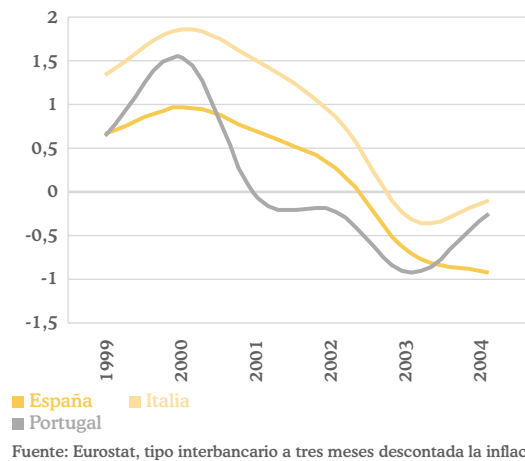
Para empezar, conviene destacar que tanto Italia como Portugal también se han beneficiado, de forma tan significativa como España, del choque que supone unos tipos de interés nominales estructuralmente más bajos como consecuencia de su incorporación a la UEM. Además, utilizando diferentes medidas de competitividad se obtiene que el deterioro registrado en Italia y Portugal desde el inicio de la UEM es muy similar al experimentado por España. España ha registrado un diferencial promedio de 1,1 puntos porcentuales en el crecimiento relativo del deflactor del consumo respecto al resto de la UEM, tasa muy cercana a la que se ha registrado en Portugal e Italia 1,0% y 0,8% respectivamente. La magnitud de los diferenciales cambia según el indicador de precios elegido, pero en el largo plazo, aunque con mayor volatilidad, oscilan en torno a los precios de consu-

**Gráfico 1.**  
Competitividad frente al resto de la UEM



<sup>1</sup> Los calculados restando del tipo nominal los datos efectivamente registrados de inflación, que no tienen por qué coincidir con las expectativas inflacionistas de los agentes, variable que determina los tipos de interés reales *ex ante*.

**Gráfico 2.**  
Tipos de interés reales de corto plazo

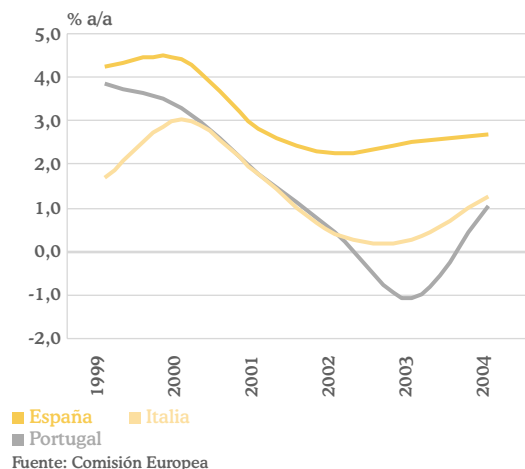


mo. Así, por ejemplo, el diferencial promedio de precios de exportaciones españoles respecto al resto de la UEM fue también de 1,1 puntos, pero con oscilaciones que van desde los 2,9 puntos en 2000 y los -1,4 puntos porcentuales en 2004.

## Factores diferenciales

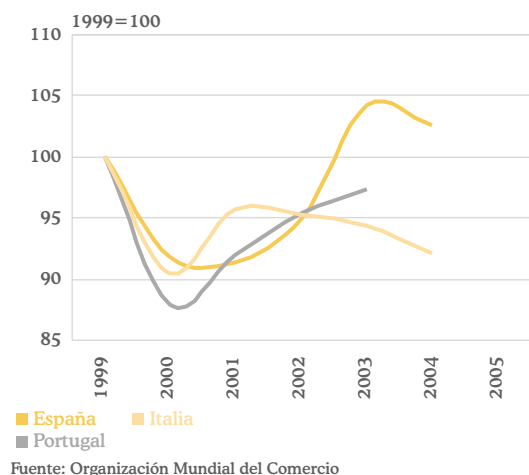
No obstante, aquí terminan las similitudes. En el caso español llama la atención como el deterioro competitivo registrado, tanto frente al resto de los países de la UEM como frente al conjunto de países desarrollados (por la apreciación del euro entre 2000 y 2004) no ha supuesto una pérdida de cuota de mercado en sus exportaciones de bienes (Gráfico 4)<sup>2</sup>, teniendo un comportamiento relativo mejor que el de Italia y Portugal. En lo que se refiere a las exportaciones de servicios, la evolución relativa española es también muy positiva, superando el nivel de 1998 en un casi un 10%. Las cuotas del comercio de servicios en Portugal, en cambio, se ha mantenido estancada (con datos hasta 2003), mientras que la italiana se ha reducido casi un 20%.

**Gráfico 3.**  
Crecimiento del PIB



<sup>2</sup> El efecto amplificador de las oscilaciones del tipo de cambio sobre el nivel de las cuotas de exportación nominales se limita al comparar países pertenecientes a la misma unión monetaria.

Gráfico 4.  
Cuota Nominal de Exportación de bienes



Este diferente comportamiento no se puede explicar por un efecto "mercado de destino". España no exporta relativamente más que Italia o Portugal a países de elevado crecimiento, como los emergentes asiáticos o China. En cambio, uno de los factores que podrían haber favorecido el distinto comportamiento de las cuotas de exportación de bienes a pesar de la pérdida común de competitividad-precio es la distinta especialización sectorial de los países. Así, Italia y Portugal tienen un porcentaje más alto de sus exportaciones expuestas a la presión creciente de los países emergentes (Cuadro 1). Los productos sometidos en mayor medida a la competencia de los nuevos países industrializados son textil, vestido y calzado, grupos que en conjunto suponen el 12% y el 23% de las exportaciones de Italia y Portugal a la UE y solamente el 5,6% de las ventas españolas.

Cuadro 1. Exportaciones a la UE, porcentaje del total de cada país. 2003

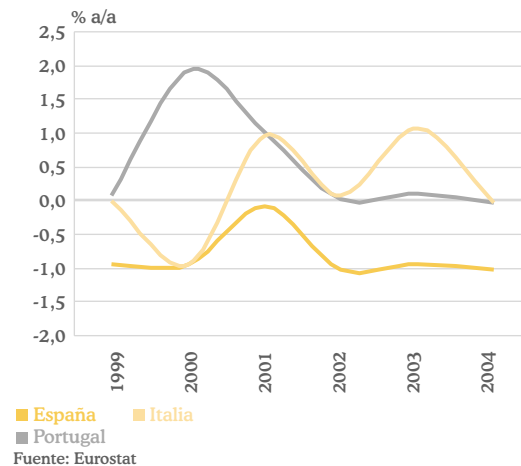
	España	Italia	Portugal
Alimentos y minerales	18,1	9,4	8,2
Mat. Primas y química	12,9	11,9	9,9
Maquinaria y mat. de transporte	43,6	36,5	34,8
Otras manufacturas.	24,7	38,8	47,0
Textil	2,0	4,2	5,2
Vestido y calzado	3,6	7,6	17,8

Fuente: Eurostat

Otro de los factores distintivos de la economía española es el ininterrumpido descenso desde 1999 de los costes laborales unitarios reales, a diferencia de lo ocurrido en Portugal e Italia (Gráfico 5). Este comportamiento de la economía española resulta de la coincidencia del aumento del flujo de inmigrantes, que incrementa la oferta de trabajo disponible<sup>3</sup> en un momento en el que los descensos de tipos de interés inciden al alza en la demanda de los agentes. La favorable evolución de los costes laborales reales ha otorgado a los empresarios españoles más margen para ajustar sus precios de exportación, al mismo tiempo que ha estimulado la demanda de trabajo.

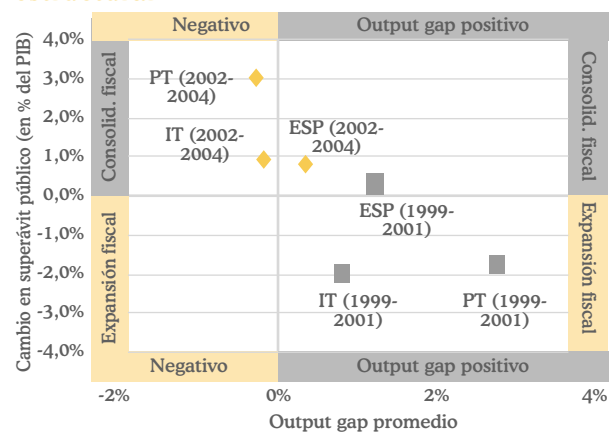
<sup>3</sup> En los últimos cinco años, España ha registrado los mayores aumentos de población en edad de trabajar de la UEM.

Gráfico 5.  
Coste laboral real



Por último, la implementación de la política fiscal de España respecto a la realizada en Portugal e Italia también ha sido distinta tras la entrada en la UEM. De acuerdo a los saldos públicos estructurales calculados por Eurostat, España es el país del grupo que realizó una política fiscal menos procíclica en el periodo de expansión 1999-2001 (Gráfico 6). Tanto en Italia como en Portugal la política fiscal se sumó a una política monetaria expansiva, reduciendo el margen de maniobra para una respuesta anticíclica en el momento de la desaceleración.

Gráfico 6.  
Output gap y cambio en el superávit público estructural



En síntesis, todo apunta a que no ha sido sólo la pérdida de competitividad precio, sino también otros factores (especialización comercial, elevado incremento de los costes laborales unitarios reales, inadecuadas políticas de demanda) las que precipitaron la desaceleración de la actividad de Italia y Portugal en un entorno de ralentización mundial. El ajuste que, dentro de un área monetaria, se produce vía competitividad, es un proceso lento. En el caso de España, choques asimétricos de oferta (como la inmigración), diferencias en la implementación de la política fiscal o la diferente especialización comercial podrían estar ayudando a retrasarlo.



## 5. UEM: ¿Debilidad cíclica o estructural?

Manuel Balmaseda  
José Félix Izquierdo  
Elena Nieto

Servicio de Estudios Económicos

Desde el máximo cíclico de 2000, la actividad económica en la UEM ha registrado crecimientos muy moderados. A diferencia de otras áreas, y en contra de las expectativas de analistas, mercado y organismos internacionales, la economía de la zona euro no termina de despegar. A su pobre evolución parece que han contribuido tanto factores cíclicos (apreciación del tipo de cambio en el momento del despegue mundial, incertidumbre geopolítica, ajuste de los balances de las empresas) como estructurales (rigideces de los mercados de factores y productos). Distinguir en qué medida han afectado unos y otros factores es clave para determinar las políticas económicas más adecuadas a seguir. Así, si las causas de la actual debilidad son fundamentalmente estructurales, poco pueden hacer las políticas monetaria y fiscal, para atajarla<sup>1</sup>. Si se ha producido una significativa reducción del crecimiento potencial, atribuible a factores estructurales, la situación cíclica es menos negativa de lo que se piensa, y cualquier medida de estímulo a la demanda podría resultar, incluso, contraproducente. En el otro extremo, si el bajo crecimiento fuera debido exclusivamente a factores cíclicos, podría requerirse un recurso a las políticas de demanda más agresivo de lo realizado hasta ahora.

Pero distinguir entre la parte cíclica y la estructural del crecimiento no es tarea fácil. La descomposición del crecimiento en sus componentes cíclico y potencial está sujeta a un elevado grado de incertidumbre, lo que aconseja considerar diferentes metodologías para comparar resultados. Así, en el presente artículo se consideran distintas opciones. En primer lugar, la descomposición en ciclo y tendencia que proporcionan los filtros univariantes más sencillos, como el filtro Hodrick-Prescott. En segundo lugar, los resultados de un modelo multivariante de componentes no observables, que tiene en cuenta ciertas regularidades empíricas, en concreto la relación positiva de la tasa de inversión y el componente cíclico del PIB y la relación negativa entre el *output-gap* y el desempleo cíclico. En tercer lugar, las estimaciones que proporciona un VAR estructural, que descompone los shocks en permanentes y no permanentes, asociando los primeros al *output* potencial. Y por último, los resultados obtenidos a partir de la estimación de una función de producción, que identifica explícitamente las fuentes del crecimiento. Todos ellos coinciden en señalar que se ha producido cierto deterioro del crecimiento potencial europeo en los últimos años, si bien también existe un componente cíclico significativo en la última desaceleración.

### Una primera aproximación: el filtro Hodrick-Prescott

A pesar de sus conocidas limitaciones, el filtro de Hodrick-Prescott (HP) ha sido muy utilizado en el análisis de los ciclos económicos. La facilidad con la que se instrumenta y la similitud que, en la práctica, tienen sus resultados con los obtenidos con otros métodos más elaborados, han llevado a considerarlo como una herramienta útil de aproximación al componente cíclico. Su principal inconveniente, además de su nulo contenido económico, es la inestabilidad de las estimaciones en los extremos de la muestra.

El filtro HP estima la variable no observable "tendencia" como la solución del problema de minimización:

<sup>1</sup> El BCE, por ejemplo, insiste en que el bajo crecimiento actual, en un entorno en el que las condiciones monetarias son ya muy laxas, tiene mucho que ver con problemas estructurales, que se tienen que solventar con políticas de oferta.

Gráfico 5.1.

### Crecimiento del PIB

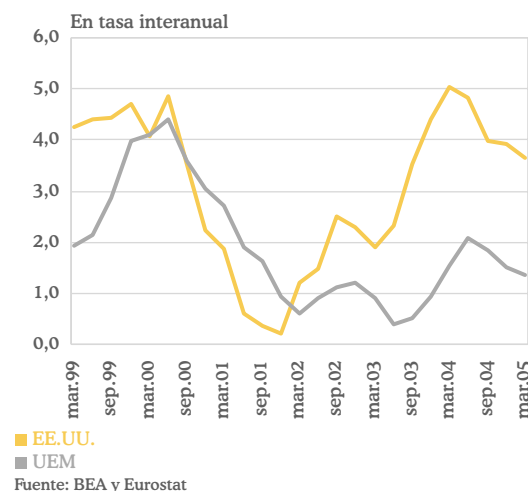


Gráfico 5.2.

### UEM: Componente cíclico del PIB

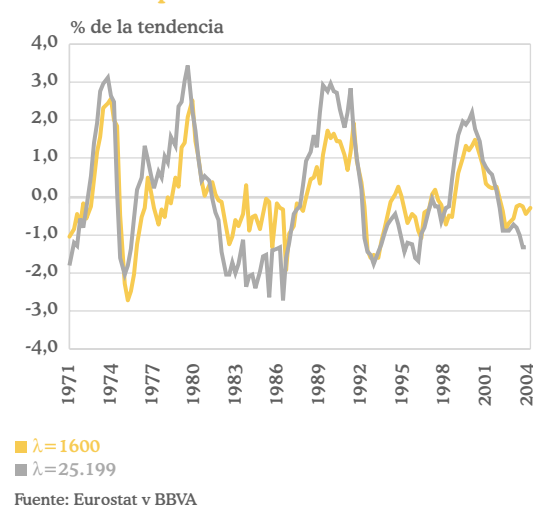
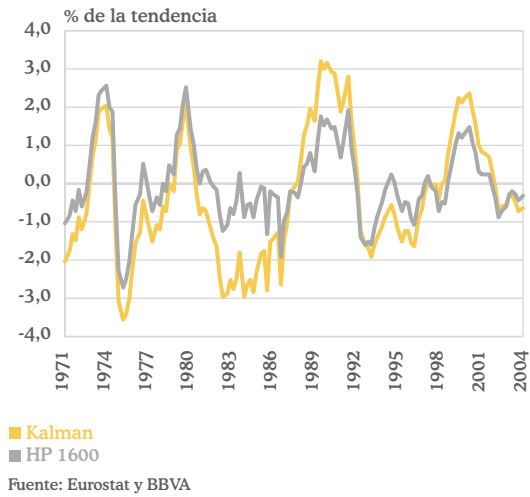




Gráfico 5.3.

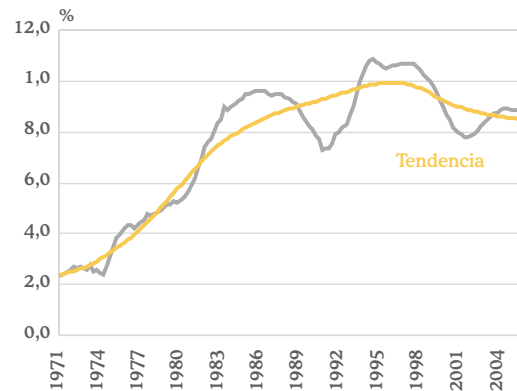
UEM: Componente cíclico del PIB



Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 5.4.

UEM: Tasa de paro y tendencia



Fuente: Eurostat y BBVA

$$(y^*)_{1,T} = \arg \min (\sum_{t=1}^T (y_t - y^*_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^T ((y^*_{t+1} - y^*_t) - (y^*_t - y^*_{t-1}))^2)$$

Donde  $y$  es el logaritmo de la variable de referencia, el PIB,  $y^*$  es el componente tendencial y  $\lambda$  el factor de suavización. El  $\lambda$  habitualmente utilizado en la literatura es de 1600 para datos trimestrales (6,7 para datos anuales), lo que equivale a eliminar de la tendencia estimada todos los ciclos de frecuencia mayor a 9,9 años. Un  $\lambda$  más alto proporciona un ciclo más volátil y una tendencia más suave.<sup>2</sup>

En el Gráfico 5.2 se observa el resultado de aplicar el filtro HP a los datos trimestrales del PIB de la UEM para el período muestral que comprende desde el primer trimestre de 1970 al primero de 2005. Se han utilizado dos  $\lambda$  alternativos, 1600 y 25199, equivalentes a ciclos de frecuencias mayores a 10 y 20 años respectivamente. Como se puede observar, los ciclos estimados son cualitativamente similares. La diferencia más relevante entre ambas especificaciones se observa durante los ochenta y, particularmente, en la actualidad. Los componentes cíclicos resultantes muestran un *output gap* negativo más moderado, y reduciéndose marginalmente, con un ciclo de 10 años. En cambio, cuando se extraen todas las frecuencias mayores a 20 años la recesión estimada es más aguda y todavía no se aprecian señales claras de recuperación cíclica. La discrepancia sobre el momento cíclico actual entre las dos especificaciones, fruto de los problemas de estimación en los extremos de la muestra, hace necesario recurrir a metodologías alternativas para determinar la situación actual.

Modelo de componentes no observables

La sensibilidad de las estimaciones de los filtros univariantes al final de la muestra y la ausencia de estructura económica en el filtro HP ha llevado a proponer modelos alternativos que solventen este problema y permitan, además, aprovechar la información de otras variables económicas relacionadas con el ciclo económico. Este es el caso de los modelos multivariantes de componentes no observables, que pueden estimarse con el filtro de Kalman<sup>3</sup>. En este artículo se utiliza una variante del modelo propuesto por Doménech y Ledo (2004) que utiliza la información existente en una regla de Okun (relación entre la actividad y la tasa de paro) y en una ecuación IS (relación entre la actividad y la tasa de inversión) para descomponer el PIB en sus componentes cíclico y tendencial. Así, el *output* se especifica como:

$$y_t = y^*_t - y^c_t$$

donde  $y_t$  es el *output*,  $y^*$  el componente tendencial e  $y^c$  su componente cíclico. La variación del componente tendencial sigue un paseo aleatorio, mientras que el componente cíclico sigue un proceso estacionario AR(2).

La relación negativa entre el componente cíclico del desempleo y el de la actividad se recoge mediante la siguiente relación:

$$u_t = \sum_{i=1}^4 \beta_i u_{t-i} + (1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i) u^*_t + \beta_y (L) y^c_t + \omega_{ut}$$

donde se permite la posibilidad de que la actividad afecte al desempleo con varios retardos. En esta ecuación  $u$  es la tasa de desempleo y  $u^*$  la tasa tendencial, que puede interpretarse como estructural, cuya diferencia se asume que sigue un paseo aleatorio.  $L$  es el operador retardos.

Asimismo, se considera también la relación existente entre la tasa de inversión y el componente cíclico de *output*, que se expresa de la siguiente forma:

$$i_t = \sum_{i=1}^4 \varphi_i i_{t-i} + (1 - \sum_{i=1}^4 \varphi_i) i^*_t + \varphi_y (L) y^c_t + \omega_{it}$$

<sup>2</sup>Por ejemplo, un  $\lambda = 100$  en datos anuales (25199 en trimestrales), elimina de la tendencia estimada todos los ciclos inferiores a 19,8 años. Véase Maravall y del Río (2001).

<sup>3</sup>El filtro de Kalman es un potente algoritmo recursivo que permite actualizar secuencialmente las estimaciones dada la información pasada.

donde  $i$  es la tasa de inversión e  $i^*$  su componente tendencial, cuya diferencia, al igual que la tasa de desempleo tendencial, se asume que sigue un paseo aleatorio.

El modelo, que se formula en la forma de un espacio de estados, se estima por máxima verosimilitud utilizando un filtro de Kalman. El componente cíclico del *output* estimado para el período muestral 1970:1 y 2005:1 tiene un perfil similar al estimado con un filtro HP y especialmente al estimado con  $\lambda=25199^4$ . Sin embargo, en los últimos años, el diagnóstico basado en el filtro de Kalman sugiere que el ciclo de la UEM ha frenado su deterioro, si bien no muestra signos claros de recuperación. Respecto al componente tendencial del PIB (que se puede asociar a su crecimiento potencial), el modelo de componentes no observables apunta a una paulatina desaceleración desde los 70, ligada entre otras razones, a la desaceleración de la tasa de inversión tendencial. Con las cautelas necesarias al hablar de tendencias, que obligan a considerar largos períodos temporales para poder limpiar completamente posibles efectos cíclicos, resulta preocupante el acusado descenso de la tasa tendencial en los últimos años. Los últimos datos situarían el crecimiento tendencial en el 1,5%, y el promedio de los últimos 4 años en el 1,9%, por debajo de esa horquilla del 2-2,5% que el BCE y los organismos internacionales estaban considerando hasta ahora.

### Resultados de un VAR estructural

Los modelos VAR estructurales (SVAR) también pueden utilizarse para extraer componentes cíclicos y tendenciales. Frente a los modelos de componentes no observables tienen la ventaja de no imponer una dinámica de corto plazo concreta al componente tendencial (sus diferencias pueden ser distintas al paseo aleatorio). Además, las restricciones de identificación están determinadas por la teoría económica, lo que los dota de mayor robustez e interpretabilidad. En particular, siguiendo la metodología de Blanchard y Quah (1989), se identifican los *shocks* a la economía en función de su impacto a largo plazo, imponiendo que los *shocks* transitorios no incidan sobre la actividad en el largo plazo. Frente al contenido económico del proceso de identificación de los impulsos al crecimiento, la descomposición de la actividad mediante un SVAR presenta algunos inconvenientes. En particular, su sensibilidad a la especificación estimada. Ello es particularmente cierto para la economía europea, dada la elevada persistencia de la tasa de paro (histéresis) y los cambios estructurales que han tenido lugar en la euro zona desde los años setenta (por ejemplo, el proceso de integración europea y la reunificación alemana).

En este artículo, en línea con la especificación de Blanchard y Quah, se considera un modelo VAR con una forma reducida:

$$x_t = \delta(t) + A(L)x_t + \varepsilon_t$$

donde  $x = \{\Delta y, u\}$  incluye el crecimiento del *output* (en logs) y la tasa de desempleo,  $\delta(t)$  es el vector de componentes determinísticos,  $A(L)$  la matriz de polinomios con retardos, y  $\varepsilon_t$  es un vector de residuos con media 0 y varianza  $\Omega$ .

Imponiendo las restricciones de identificación que permiten ortogonalizar las perturbaciones, se obtiene la siguiente relación estructural:

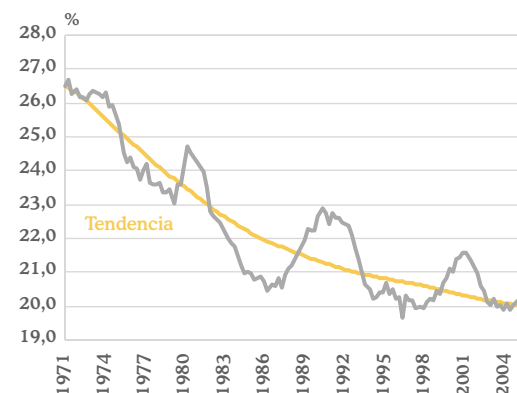
$$x_t = \mu(t) + T(L) \eta_t$$

donde  $\mu(t)$  es el vector de componentes determinísticos modificado y  $\eta$  es el vector de *shocks* ortogonales. En particular, el crecimiento del PIB se descompone en un componente determinístico y en los debidos a los *shocks* estructurales, permanentes y transitorios. Específicamente,

<sup>4</sup> Es conveniente notar que el filtro de HP es un caso particular del modelo de componentes no observables, en el que sólo se tiene en cuenta la ecuación del PIB y en el que se restringe el ratio de las varianzas del componente cíclico y el componente tendencial, recogido por  $\lambda$ .

Gráfico 5.5.

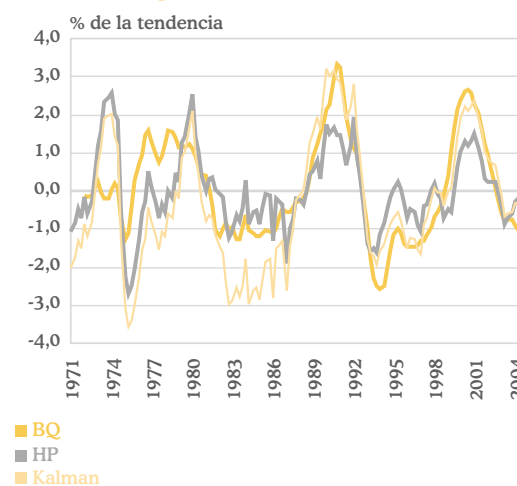
### UEM: Inversión sobre PIB y tendencia



Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 5.6.

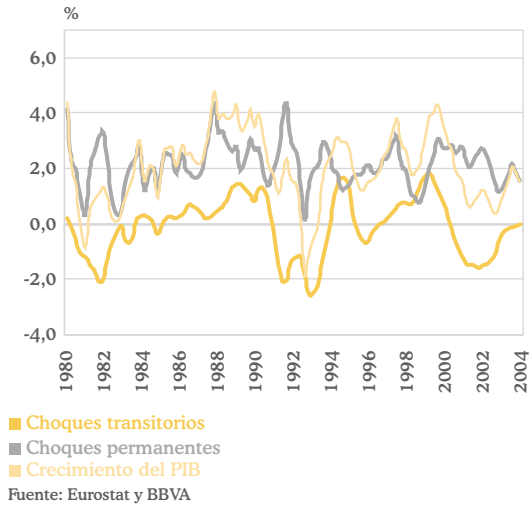
### UEM: Componente cíclico del PIB



Fuente: BBVA

Gráfico 5.7.

Contribuciones al crecimiento del PIB



Cuadro 5.1.

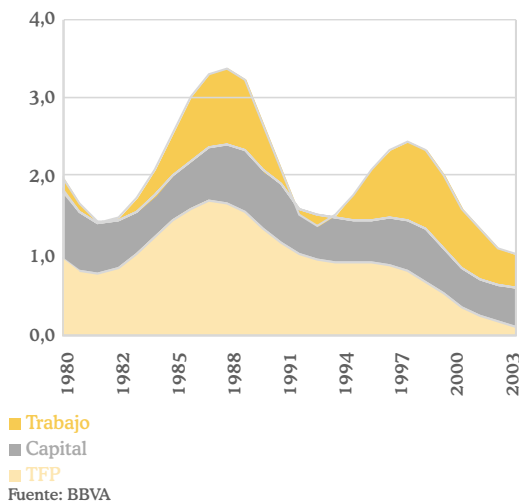
HP $\lambda = 6,7$	Crecimiento potencial %	Contribución al crecimiento potencial		
		Trabajo	Capital	PTF
Periodos promedio				
1981-1985	1,7	0,1	0,6	0,9
1986-1990	3,1	0,8	0,7	1,6
1991-1995	1,9	0,1	0,6	1,1
1996-2000	2,2	0,8	0,6	0,9
2001-2005	1,4	0,7	0,5	0,3

Fuente: BBVA

Gráfico 5.8.

UEM: contribuciones al crecimiento potencial

HP  $\lambda = 6,7$



$$\Delta y_t = \mu_y + T_1^p(L) \eta_1^p + T_1^c(L) \eta_1^c$$

donde  $\mu_y$  es el componente determinístico,  $\eta_1^p$  es el vector de *shocks* con efectos permanentes sobre el *output* y  $\eta_1^c$  el vector de *shocks* que tienen sólo efecto transitorio.

En este contexto, el componente cíclico se define como aquél debido a choques transitorios a la actividad económica. Por su parte, el crecimiento potencial se define como la suma de los choques permanentes y el componente determinístico:

$$\Delta y_t^c = T_1^c(L) \eta_1^c$$

$$\Delta y_t^* = \mu_y + T_1^p(L) \eta_1^p$$

La estimación empírica de estos modelos está sujeta, como se comentó con anterioridad, a limitaciones. En particular, los resultados se ven influidos por la especificación elegida para el componente determinístico (constante, tendencia, constantes truncadas, etc.). Esta elección incide sobre la descomposición de la tasa de crecimiento, ya que el componente determinístico se asocia a los choques permanentes.

En cualquier caso, los resultados obtenidos son cualitativamente similares independientemente de la especificación utilizada<sup>5</sup>. Así, al igual que en las estimaciones con componentes no observables, se observa un deterioro del crecimiento potencial de la economía europea desde mediados de los noventa, en los que se situaba en el entorno del 2,5%. El crecimiento potencial durante el último quinquenio, dependiendo de la especificación del modelo, se sitúa en una horquilla del 1,6%-2,0%, y con tendencia decreciente, consistente con los resultados presentados hasta el momento.

Estimación de una función de producción

Las metodologías presentadas hasta ahora permiten descomponer el crecimiento del PIB en factores cíclicos y estructurales en función de ciertas restricciones económicas. Sin embargo, ninguna de estas metodologías permite evaluar los factores que determinan el deterioro estructural del crecimiento de la economía europea. Un método alternativo, que sí permite examinar las causas de este deterioro, es la estimación de una función de producción, ya que permite identificar explícitamente las fuentes del crecimiento: trabajo, dotación de capital e innovación tecnológica. Pero no está exento de problemas, como los referidos a la elección de una función de producción apropiada, o la medición de componentes no observables, como la productividad total de los factores. En este artículo se utiliza una función de producción tipo Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala:

$$Y = L^\alpha K^{1-\alpha} TFP$$

donde Y es el PIB, L es el factor trabajo, K el *stock* de capital, y TFP es la productividad total de los factores, la cual engloba el grado de utilización conjunta de los factores así como su nivel tecnológico. Los supuestos más relevantes que subyacen en esta especificación son los rendimientos constantes a escala, la competencia perfecta y la elasticidad unitaria al precio de los factores. Las elasticidades al *output* del trabajo,  $\alpha$ , y del capital,  $(1-\alpha)$ , bajo el supuesto de rendimientos constantes a escala y sustitución perfecta pueden estimarse de la participación salarial en el *output*.

La estimación del *output* potencial  $Y^*$  de la economía requiere de la estimación de los valores potenciales de cada uno de los factores productivos,  $L^*$ ,  $K^*$  y  $TFP^*$ . Con respecto al capital, se considera que su uso potencial es la plena utilización del *stock* de capital existente en la economía en cada momento, por lo que se utilizará éste como el capital potencial ( $K^* = K$ ). La máxima contribución del trabajo al *output* potencial es algo más difícil de especificar. Como no existe límite físico al factor, se

<sup>5</sup> Es particularmente relevante la especificación del componente determinístico escogida para la tasa de paro, dada su persistencia y su perfil durante el período seleccionado.

entenderá como empleo potencial aquel nivel de empleo consistente con la estabilidad de la tasa de inflación (NAIRU). El empleo potencial, por tanto, se obtiene de aplicar la NAIRU, estimada mediante el suavizado de la tasa de desempleo, sobre la población activa potencial. A su vez, la población activa potencial se obtiene de aplicar la tasa de participación del trabajo suavizada sobre la población en edad de trabajar. Por último, y dentro del marco de las funciones de producción, el *output* potencial derivado de un nivel normal de eficiencia de los factores se obtiene por la suavización temporal del residuo de Solow.

Para la estimación de las funciones de producción se ha utilizado la base de datos anual de AMECO actualizada a marzo de 2005, para el periodo 1960-2004 y proyecciones de 2005. El parámetro  $\lambda$  se ha obtenido de la participación de las rentas salariales en el PIB a coste de los factores ajustado por el peso de los empleados en el empleo total para el periodo 1960-2004. Las suavizaciones necesarias se realizan con el filtro HP utilizando dos  $\lambda$  alternativos:  $\lambda=6,7$  y  $\lambda=100$ . Estos ejercicios permiten acotar la magnitud y volatilidad de los ciclos y crecimientos potenciales estimados.

En los Cuadros 5.1 y 5.2 y los Gráficos 5.8, 5.9 y 5.10 se pueden observar los resultados de los diferentes ejercicios. A parte de la mayor volatilidad de las estimaciones que utilizan el filtro con un  $\lambda=6,7$ , los resultados son cualitativamente muy similares a los que se obtenían con el modelo de componentes no observables y con el SVAR: descenso continuado del crecimiento potencial, especialmente durante los 70, que se modera en las décadas de los 80 y 90, y vuelve a acentuarse a partir de 2000. Con todo, el crecimiento potencial de la economía de la euro zona estaría delimitado entre el 1,4% y el 1,9%, en función de las frecuencias extraídas.

La descomposición del crecimiento potencial en función de sus determinantes permite observar que, en esta ocasión, además, a diferencia de otros momentos de desaceleración del crecimiento potencial, el deterioro se debe fundamentalmente a un descenso de la contribución de la PTF. También se puede advertir como en la última fase de elevado crecimiento potencial (1997-2000) la PTF no aporta tanto como en la fase (1986-1991). Así se puede extraer que la aportación al crecimiento de la productividad en la UEM ha ido en retroceso desde mediados de la década de los noventa y que se ha acentuado en el último lustro. Este aspecto ya ha sido reseñado por numerosos análisis empíricos comparativos con la economía de los EE.UU. donde a partir de esas fechas se aprecia un aumento significativo de la productividad atribuido a la incorporación de las nuevas tecnologías de la información a los distintos procesos productivos, produciéndose un *gap* creciente en los diferenciales de productividad de ambas zonas económicas.

## Conclusiones

A pesar de que factores no observables como el crecimiento potencial de una economía o el componente cíclico son muy relevantes, tanto a efectos de gestión de la política monetaria y fiscal como en la definición de políticas estructurales, su estimación no es tarea sencilla, ni existe consenso sobre la metodología más adecuada a aplicar. En este artículo se han presentado cuatro enfoques diferentes para la descomposición en ciclo y tendencia (filtro HP, modelo multivariante de componentes no observables, VAR estructural y función de producción) y se han señalado las ventajas y debilidades de cada uno de ellos. Ahora bien, de todos ellos se extraen conclusiones similares: los bajos crecimientos de la economía europea desde 2000, además de cierto componente cíclico, tienen asociado un deterioro del crecimiento potencial.

Todas las estimaciones apuntan a que el crecimiento potencial de la UEM se redujo significativamente desde los setenta, y tras cierta esta-

<sup>6</sup> El BCE, en el recuadro, "Trends in the Euro Area Potential Output Growth", de su boletín mensual de julio, también manifiesta su preocupación por la tendencia a la baja del crecimiento potencial de la UEM.

Cuadro 5.2.

HP $\lambda = 100$	Crecimiento potencial %	Contribución al crecimiento potencial		
		Trabajo	Capital	PTF
Periodos promedio				
1981-1985	2,1	0,4	0,6	1,1
1986-1990	2,5	0,4	0,7	1,4
1991-1995	2,1	0,4	0,6	1,1
1996-2000	2,1	0,6	0,6	0,9
2001-2005	1,9	0,8	0,5	0,6

Fuente: BBVA

Gráfico 5.9.

### UEM: contribuciones al crecimiento potencial

HP  $\lambda = 100$

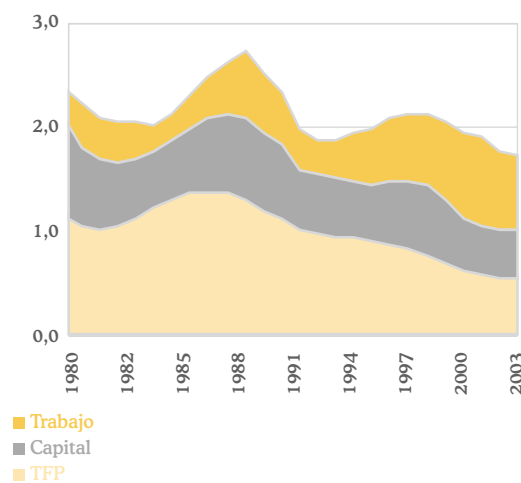
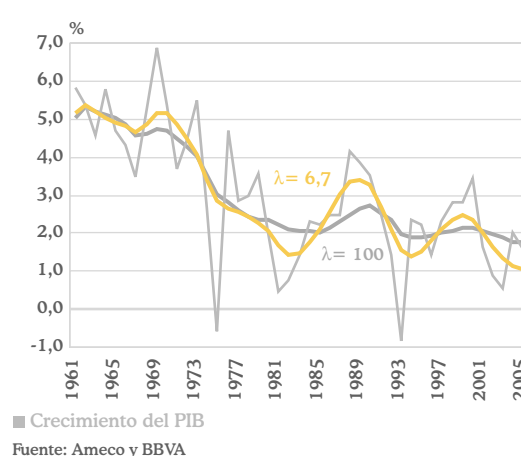


Gráfico 5.10.

### UEM: crecimiento potencial

variación anual %





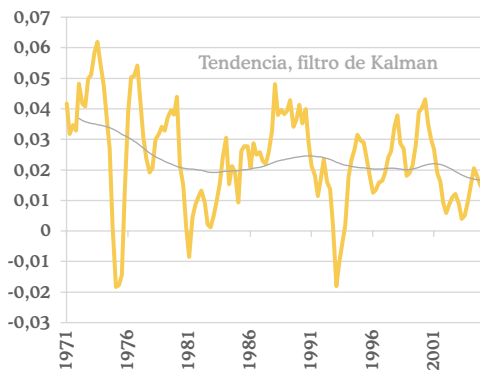
### Cuadro 5.3. Estimaciones de crecimiento potencial de la UEM

Promedio de tasas de crecimiento: puntos porcentuales

	1991-1995	1996-2000	2001-2005
<b>BBVA</b>			
Kalman	2,3	2,1	1,9
VAR (B-Q)	2,2	2,1	1,9
FP $\lambda = 6,7$	1,9	2,2	1,4
FP $\lambda = 100$	2,1	2,1	1,9
Comisión Europea	2,2	2,0	1,9
FMI	2,2	2,1	1,9
OCDE	2,1	2,0	2,0

Fuentes: European Commission: Previsiones económicas de primavera (abril, 2005);  
FMI: World Economic Outlook primavera (abril, 2005);  
OCDE: Economic Outlook (junio, 2005)

Gráfico 5.11.  
UEM: PIB y tendencia  
En tasa interanual



Fuente: BBVA

bilización en los 80 y 90, parece haber retomado una senda descendente, con lo que ahora podría situarse por debajo del 2%<sup>6</sup>. Este resultado coincide con las estimaciones que proporcionan distintos organismos internacionales (ver Cuadro 5.3). Este retroceso se explica, fundamentalmente, por la desfavorable evolución de la productividad total de los factores. Incluso considerando un periodo más amplio, de 10 años, para limpiar por completo los efectos cíclicos de la desaceleración, la estimación del crecimiento potencial de la UEM se situaría en la parte baja del rango del 2-2,5%, que habitualmente se establecía el crecimiento potencial de la economía europea. El proceso de deterioro, por lo tanto, aunque lento, no es nuevo. Las causas últimas de este deterioro, sin embargo, son difíciles de determinar. Además del factor demográfico, cuyo efecto se verá sobre todo más a largo plazo<sup>7</sup>, las dificultades para aprovechar las ventajas del *shock* tecnológico, en un entorno de creciente globalización, podría estar afectando negativamente a la posición competitiva relativa de la economía europea. La reunificación alemana también podría haber afectado negativamente al crecimiento potencial de este país, especialmente en el corto plazo, habida cuenta que éste es el país que, a juzgar por los resultados de las funciones de producción, ha registrado un deterioro del crecimiento potencial mayor.

En todo caso, lo que estos resultados subrayan es la necesidad de avanzar en aquellas políticas de oferta que contribuyan a impulsar el crecimiento potencial europeo. Se trata de evitar un descenso que parece que se está produciendo ya, aunque lentamente, y que podría acentuarse en los próximos veinte años.

### Bibliografía

- Blanchard O.J. and D. Quah (1989), "The dynamic effect of Aggregate Demand and Supply Disturbances", *American Economic Review*, 79.
- Chagny, O., Lemoine, M. and F. Pelgrin. (2003) "An assessment of multivariate output gap estimates in the Euro Area" 4<sup>th</sup> Eurostat and DG Ecfm Colloquium on Modern Tools For Business Cycle Analysis.
- Denis, C., Mc Morrow, K. and W. Röger (2002): "Production function approach to calculating potential growth and output gaps – estimates for the EU Member States and the US" European Commission *Economic Papers* n° 176.
- Doménech, R. And M. Ledo (2004) "Características cíclicas de la situación actual en la UEM", Artículo del *Situación Global BBVA*, marzo de 2004.
- Maravall, A and A. del Río (2001): "Time Aggregation and the Hodrick-Prescott Filter" *Working Paper* n° 0108 Banco de España.
- Proceedings of the 2004 First Annual DG ECFIN Research Conference on "Business Cycles and Growth in Europe" (2005) European Commission *Economic Papers* n° 227.

<sup>7</sup> Según diferentes ejercicios del FMI (IMF Country Report 03/297) y la OCDE (Economic Survey of the Euro Area 2005), las tendencias demográficas podrían hacer caer el crecimiento potencial hasta el 1% en 2020.



## El crecimiento potencial en los grandes de la UEM

A la vista de los resultados obtenidos en el artículo “UEM, ¿debilidad cíclica o estructural?” y de la constatable debilidad estructural del crecimiento en la UEM en el último lustro motivada fundamentalmente por el escaso crecimiento de la productividad total de los factores, cabe preguntarse cuál es la situación de los principales países de la Unión. Para ello se ha procedido a replicar la misma metodología de funciones de producción y con la misma base de datos para Alemania, Francia, Italia y España.

Los cuadros adjuntos sintetizan los crecimientos medios potenciales estimados por periodos de cinco años en función del parámetro de suavización de los componentes tendenciales ( $\lambda = 6,7$  elimina de la tendencia estimada todos los ciclos inferiores a 10 años y  $\lambda=100$  elimina los ciclos inferiores a 20 años).

### Alemania

	Crec. potencial		Contribución al crecimiento				
	$\lambda=6,7$	$\lambda=100$	Trabajo		Capital	PTF	
			$\lambda=6,7$	$\lambda=100$		$\lambda=6,7$	$\lambda=100$
1981-1985	1,4	2,0	0,3	0,5	0,6	0,6	0,9
1986-1990	3,3	2,7	1,1	0,7	0,6	1,6	1,5
1991-1995	2,1	2,3	0,0	0,4	0,7	1,3	1,2
1996-2000	1,6	1,5	0,3	0,2	0,6	0,7	0,8
2001-2005	0,8	1,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5

Fuente: BBVA

El crecimiento potencial estimado para los principales países reproduce el patrón del conjunto de la UEM, independientemente de la longitud del ciclo extraído, aunque existen divergencias en la comparación entre ellos.

### Italia

	Crec. potencial		Contribución al crecimiento				
	$\lambda=6,7$	$\lambda=100$	Trabajo		Capital	PTF	
			$\lambda=6,7$	$\lambda=100$		$\lambda=6,7$	$\lambda=100$
1981-1985	1,8	2,5	0,4	0,6	0,8	0,7	1,1
1986-1990	2,6	2,1	0,4	0,2	0,8	1,4	1,2
1991-1995	1,2	1,6	-0,3	0,1	0,6	1,0	1,0
1996-2000	1,9	1,6	0,5	0,3	0,6	0,8	0,7
2001-2005	1,1	1,6	0,9	0,9	0,6	-0,4	0,2

Fuente: BBVA

Así observando la última década (1996-2005) se puede observar como Alemania e Italia son los dos países que muestran un menor crecimiento potencial, inferior al 2%, mientras que Francia y, sobretudo, España presentan crecimientos potenciales superiores al 2%.

### Francia

	Crec. potencial		Contribución al crecimiento				
	$\lambda=6,7$	$\lambda=100$	Trabajo		Capital	PTF	
			$\lambda=6,7$	$\lambda=100$		$\lambda=6,7$	$\lambda=100$
1981-1985	1,8	2,2	0,1	0,3	0,7	1,0	1,3
1986-1990	2,8	2,2	0,3	0,1	0,8	1,8	1,4
1991-1995	1,3	1,8	0,0	0,2	0,6	0,7	1,0
1996-2000	2,4	2,1	0,9	0,6	0,5	1,1	1,0
2001-2005	1,8	2,1	0,6	0,8	0,5	0,7	0,8

Fuente: BBVA

Este deterioro del crecimiento potencial se hace más patente de centrarse en el último quinquenio en el caso de la extracción del ciclo inferior a 10 años, con deterioros acusados en todos los países. La extracción de un ciclo más largo (20 años) implica tasas de crecimiento potencial más estables. Así los crecimientos potenciales de Italia, Francia y España se habrían mantenido relativamente estables en los últimos 15 años en tasas del 1,5%, 2% y 3% respectivamente. Sin embargo el crecimiento potencial alemán se situaría en la actualidad en torno al 1,0%, frente al 1,5% de la segunda mitad de los noventa y por encima del 2% con anterioridad.

### España

	Crec. potencial		Contribución al crecimiento				
	$\lambda=6,7$	$\lambda=100$	Trabajo		Capital	PTF	
			$\lambda=6,7$	$\lambda=100$		$\lambda=6,7$	$\lambda=100$
1981-1985	1,5	1,7	-0,7	-0,3	0,7	1,5	1,3
1986-1990	4,2	3,2	1,7	0,8	1,1	1,4	1,3
1991-1995	1,7	2,7	0,3	1,0	1,0	0,4	0,6
1996-2000	3,6	2,9	1,8	1,4	1,0	0,8	0,5
2001-2005	2,7	3,2	1,6	1,8	1,1	0,0	0,3

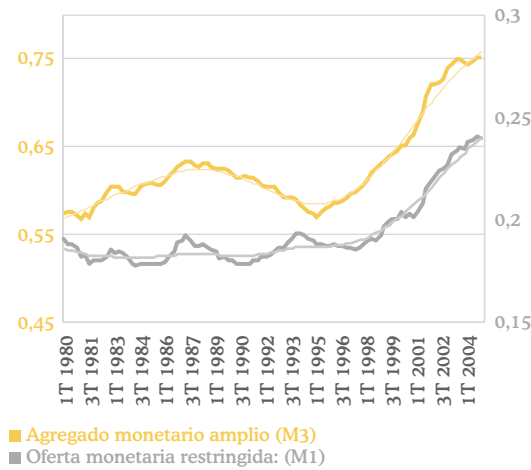
Fuente: BBVA

Desde la óptica de la contribución al crecimiento, resalta en términos generales, la estabilidad a lo largo del tiempo de la contribución del capital en todos los países, la pérdida de aportación de la productividad total de los factores, con especial intensidad en el último lustro, y el mantenimiento y ganancia de peso de la contribución del factor trabajo. Los dos últimos efectos, pérdida de contribución de la productividad de los factores y ganancia del factor trabajo, son especialmente intensos en el último lustro en España e Italia.

Por tanto, como se ha podido constatar, las características del crecimiento potencial de la UEM no es más que el reflejo ponderado de los correspondientes crecimientos de los principales países, dominado por el deterioro de las perspectivas alemanas.

Gráfico 6.1.

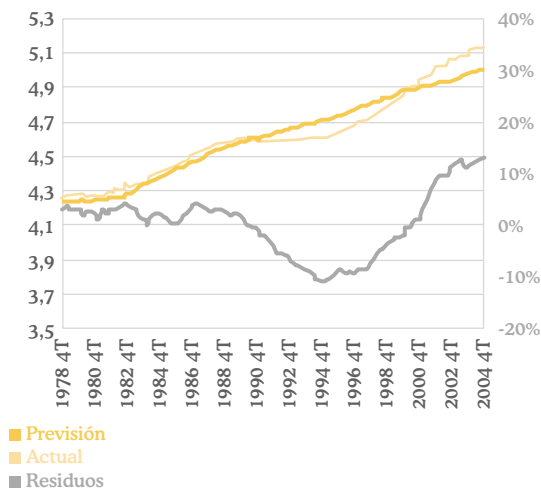
**G7: Liquidez medida por ratios de oferta monetaria respecto al PIB y tendencias**  
(Ponderado por el PIB PPA)



Fuente: BBVA

Gráfico 6.2.

**G7: Demanda monetaria, largo plazo**



Fuente: BBVA

## 6. Liquidez global: Burbujas potenciales en las Bolsas, mercados emergentes y sector inmobiliario<sup>1</sup>

Sonsoles Castillo  
José Luis Escrivá  
Eduardo Pedreira

Servicio de Estudios Económicos

### 6.1. Introducción

Una de las mayores preocupaciones que ha supuesto la globalización financiera es el rápido incremento de la "liquidez global". Los bajos tipos de interés, altos precios de los activos o un fuerte incremento del crédito nos lleva a preguntarnos si un posible cambio en la oferta (globalización, tecnología) justificaría un cambio en los niveles de precios o si tras un período de relajación monetaria no se producirían problemas de estabilidad financiera.

En este contexto, la primera cuestión que tratamos de responder es si existe o no un exceso de liquidez y la segunda es determinar el impacto que pueda tener y cómo deberían reaccionar los Bancos Centrales. En sentido amplio, hay dos conceptos de liquidez. En primer lugar, la liquidez de mercado se refiere a la capacidad de los mercados financieros para absorber fluctuaciones temporales de oferta y demanda sin distorsionar los precios de los activos. En segundo lugar, la liquidez monetaria se refiere a la liquidez que proporcionan los Bancos Centrales. Nuestro artículo analiza el comportamiento de la liquidez monetaria.

Desde cualquier perspectiva, la globalización (o una mayor integración) de los mercados financieros, resulta hoy un hecho evidente, lo que lleva a los economistas a considerar la liquidez no sólo a nivel local, sino a nivel global. Hay varias razones por las que es conveniente analizar detalladamente la liquidez global en lugar de la liquidez local. Debido al alto nivel de integración comercial y financiera logrado por las economías, los flujos internacionales pueden tener efectos considerables sobre la inflación o los precios de los activos. Con frecuencia escuchamos comentarios sobre la amplia disponibilidad de fondos que ha estimulado una especulación apalancada en forma de "carry trades". El efecto del endeudamiento a corto plazo con bajos tipos de interés provoca la reducción de las altas rentabilidades de los activos a largo plazo en que se invirtieron los fondos. La transmisión de los efectos entre distintos países está bien documentado en diversas publicaciones<sup>2</sup>.

El artículo tiene la siguiente estructura: en la sección 6.2 presentamos diferentes enfoques para valorar la liquidez global. La sección 6.3 presenta las principales cuestiones acerca de la liquidez global y la posible reacción de los Banco Centrales. En la sección 6.4 se presentan las conclusiones del estudio.

### 6.2. ¿Exceso de liquidez global?

Para valorar desde un punto de vista global las condiciones de liquidez predominantes, utilizaremos tres variables<sup>3</sup>: (i) los agregados monetarios que representan la oferta y demanda de liquidez, (ii) los tipos de interés a corto plazo que representan el coste de la liquidez y (iii) las reservas internacionales que recogen los movimientos de la liquidez internacional. Nos referiremos a un "exceso de liquidez" a la situación en la cual los

<sup>1</sup> Este artículo se basa ampliamente en el documento: "An Assessment of Global Liquidity: Potential Bubbles in Stocks, Emerging and/or Real Estate Markets" elaborado para la Conferencia Internacional de Economistas de Bancos Comerciales, Brasil de 2005.

<sup>2</sup> Véase, entre otros, "Baks and Kramer", (1999). También, muy recientemente, "Ciccarelli and Mojon", (2005), argumentando que la inflación no es un fenómeno nacional.

<sup>3</sup> Los dos primeros proxies, se construirán como una media ponderada del PIB en paridad de poder adquisitivo (PPA) de los países del G.7. Para la primera variable, utilizamos la oferta monetaria amplia. Para la segunda, utilizamos los tipos de interés reales oficiales a corto plazo. Para terminar de armar el puzle de la liquidez, utilizamos también la acumulación anual de reservas internacionales.

valores realizados de las variables están por encima (agregados monetarios) o por debajo (tipo de interés) de sus niveles de equilibrio.

El primer enfoque se basa en los agregados monetarios amplios (M3). En la Gráfico 6.1 podemos ver cómo en los últimos 10 años el crecimiento monetario ha sido superior al crecimiento nominal del PIB en igual período.

Se puede optar por un enfoque más sofisticado mediante una aproximación empírica de la demanda monetaria. En el campo de la economía aplicada, toma la siguiente forma semi-logarítmica:

$$m_t - p_t = \alpha_0 + \beta_1 y_t + \beta_2 r_t \quad (1)$$

donde  $m_t$  es el logaritmo de la oferta monetaria amplia,  $p_t$  es el logaritmo de la media ponderada del índice de precios al consumo del G-7,  $y_t$  es el tipo de interés nominal a corto plazo del G-7.  $\beta_1$  mide la elasticidad de la demanda monetaria a largo plazo respecto de la renta, mientras que  $\beta_2$  mide la semi-elasticidad de la demanda monetaria a largo plazo respecto del tipo de interés. Los resultados de la estimación de la ecuación 1 para el período 1980:4-2004:4 son los siguientes:

$$m_t - p_t = -6.4 + 1.1 y_t - 0.5 r_t \quad (2)$$

El Gráfico 6.2, muestra los resultados de la estimación. Puede verse cómo a mediados de los años 90, una característica importante era una cierta restricción monetaria, mientras que desde 2001, podemos observar signos de "exceso de liquidez".

Para el segundo enfoque, utilizamos los tipos de interés reales. La Gráfico 6.3 muestra el tipo de interés y el PIB reales a corto plazo del G-7, también se observa una amplia liquidez global. Siguiendo el trabajo de Taylor (1993), una regla monetaria básica para el G-7 se puede estimar con facilidad por el método de los mínimos cuadrados ordinarios. La especificación para la regla de Taylor es la siguiente:

$$i_t^* = \alpha + \gamma_1 (y - y^*)_t + \gamma_2 (\pi - \pi^*)_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

donde  $i_t^*$  es el objetivo de tipo de interés nominal,  $\pi_t$  es la inflación en el período  $t$ ,  $\pi_t^*$  es el objetivo de inflación (lo asumimos constante),  $y_t$  es el crecimiento del PIB real y  $y_t$  representa el crecimiento del PIB potencial. Los coeficientes  $\gamma_1$  y  $\gamma_2$  son la respuesta del tipo de interés a cambios de la brecha de inflación y de la brecha del producto respectivamente.

El resultado de las distintas reglas de Taylor se expone en el Cuadro 6.1. El Gráfico 6.4 muestra los resultados para la especificación correspondiente a la columna 2 del cuadro. Los mismos nos permiten argumentar de dos maneras. La primera, el nivel actual de tipos de interés indica un exceso de liquidez, dado que los valores estimados se encuentran por encima de los valores realizados. La segunda, consiste en que podría ser el caso de que los tipos de interés reales hayan disminuido de forma significativa y con ello la constante de la estimación. Este cambio implicaría tipos de interés reales iguales a cero, lo que a todas luces resulta excesivo.

El tercer enfoque se basa en las reservas internacionales. Como se observa en el Gráfico 6.5, el comportamiento mostrado por la acumulación de reservas señala un alto grado de liquidez internacional. Debe observarse también que durante los últimos años los flujos de reservas se han convertido en una fuente de financiación alternativa. Paradójicamente, estos flujos de reservas (o acumulación), están ampliamente dominados por las economías en desarrollo, financiando así a las economías desarrolladas.

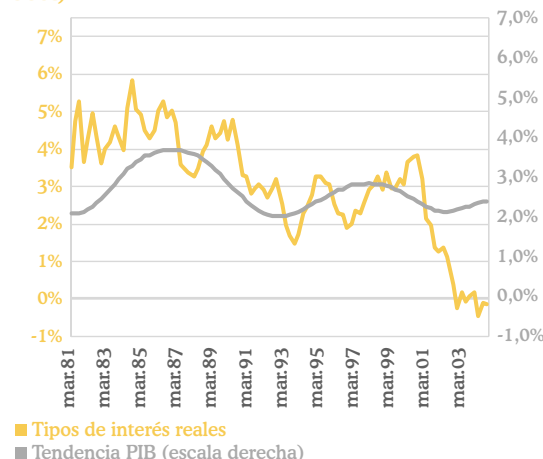
### 6.3. ¿Debería preocuparnos un exceso de liquidez global?

Los dos modelos simples hasta ahora utilizados para valorar la existencia de liquidez global confirman la gran preocupación que existe en los mercados financieros. Pero, ¿deberíamos realmente preocuparnos por estar instalados en un contexto de liquidez global?. Para responder

Gráfico 6.3.

### G7: Liquidez versus crecimiento de la tendencia del PIB

(Tipos de interés reales, ponderados con el PIB PPA)



■ Tipos de interés reales  
■ Tendencia PIB (escala derecha)  
Fuente: BBVA

Cuadro 6.1.

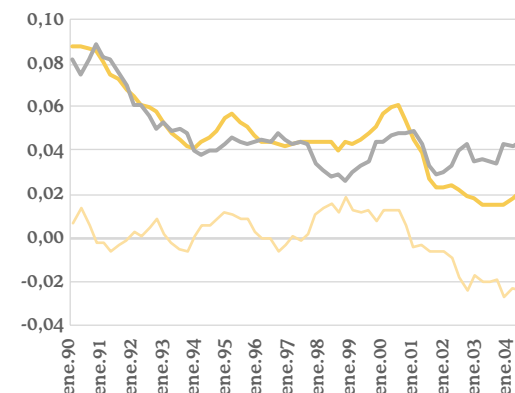
### Estimaciones de la regla de Taylor\*

	1986 - 2004	1990 - 2004	1990 - 2004
Constante	0,04 [27,24]	0,04 [27,32]	0,047 [-47,13]
Inflación	1,6 [8,81]	1,36 [7,37]	1,2 [11,09]
Brecha de producción	-0,12 [-0,77]	0,19 [1,12]	0,15 [1,43]
Dummy 2002-2004			-0,026
R <sup>2</sup> ajustado	0,95	0,95	0,98

\* Estadístico "t" entre paréntesis  
Fuente: BBVA

Gráfico 6.4.

### G7: Brecha de producción e IPC (ponderado con el PIB PPA)



■ Tipo de interés  
■ Ajuste  
■ Residuos  
Fuente: BBVA

Gráfico 6.5.  
Flujos de capital mundiales  
(Miles de millones de dólares US)

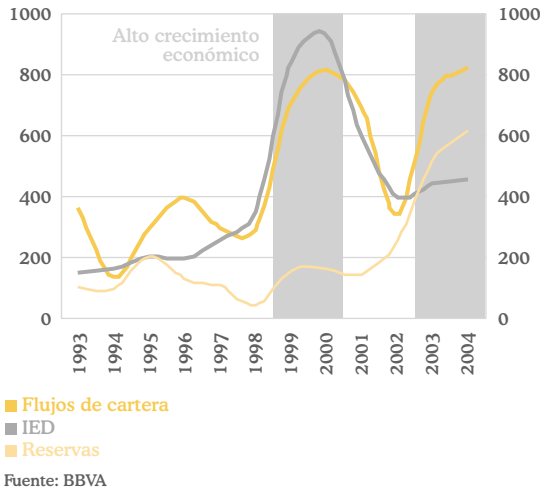


Gráfico 6.6.  
G7: Exceso de liquidez e inflación  
(tipos trimestrales anualizados)

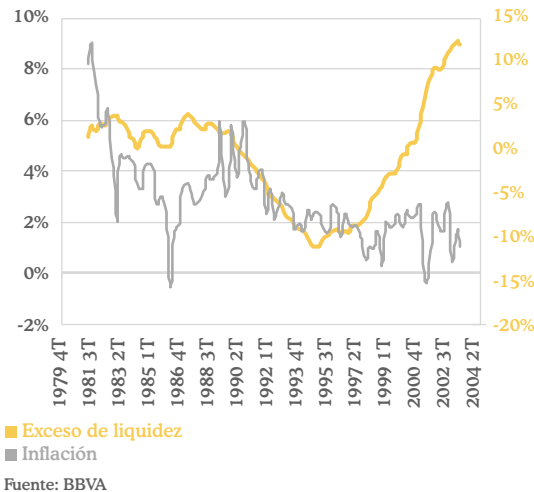
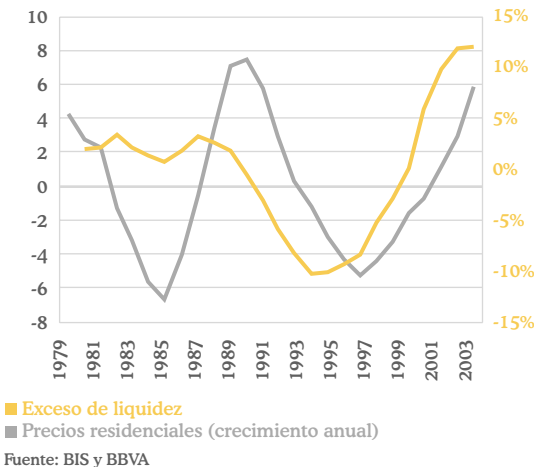


Gráfico 6.7.  
G7: Precios inmobiliarios y exceso de liquidez



a esta pregunta, analizaremos las relaciones existentes entre liquidez e inflación y también entre precios de activos y las medidas de liquidez obtenidas en la sección anterior.

### 6.3.1. Liquidez global e inflación

A pesar de la gran liquidez global, vale la pena resaltar que las presiones inflacionarias globales subyacentes permanecen bajo control. Recientemente, en los países del G-7, y sobre todo en Estados Unidos, la inflación medida por el índice de precios al consumo se ha acelerado, pero apenas ha llegado al 2,5%. Sin embargo, la inflación global permanece estable, a pesar de que el contexto no ha sido favorable: los precios de los bienes en alza, un sustancial crecimiento económico sostenido y políticas fiscales y monetarias acomodaticias.

Siguiendo las pautas de algunos estudios empíricos, utilizamos una curva de Phillips para verificar el papel del dinero en el comportamiento de la inflación. Establecemos un vínculo entre las expectativas de inflación y el crecimiento de la masa monetaria según la ecuación:

$$\pi_t = \alpha_0 \pi_{t-1} - \alpha_1 \pi_t^* + \beta_1 (y - y^*)_t + \beta_2 (m - y)_t \quad (4)$$

Donde  $(m-y)_t$  indica una medida de exceso de liquidez, que en este caso son los residuos de nuestra estimación previa de la ecuación de demanda monetaria. Obtenemos los siguientes coeficientes:

$$\pi_t = 0.6\pi_{t-1} - 0.4\pi_t^* + 0.2 (y - y^*)_t + 0.07 (m - y)_t \quad (5)$$

Nuestro análisis pone al descubierto una relación entre exceso de liquidez e inflación. Durante los últimos años, y contrariamente a lo que ocurrió durante el período comprendido entre mediados de los ochenta y mediados de los noventa, nuestra medida de exceso de liquidez no muestra un alto co-movimiento con la inflación (Gráfico 6.6). Resultados similares se han obtenido para la UEM. En el recuadro "Inflación y *core money* en la UEM", se describe la estimación de la curva de Phillips para la UEM. Basándonos en esa falta de co-movimiento, se pueden formular dos escenarios: uno que implica una vuelta a finales de los años 60 (que nos lleva a una alta tasa de inflación) o bien un segundo escenario que sugiere que estamos en un nuevo orden económico, en el que la naturaleza de las condiciones económicas ha cambiado (las presiones inflacionistas permanecen contenidas).

En el primer supuesto, se pueden encontrar similitudes entre los actuales sistemas monetarios internacionales y el de finales de los 60 y principios de los 70. En primer lugar, ambos períodos se caracterizaban por políticas monetarias relajadas y políticas fiscales expansivas. En segundo lugar, observamos hoy un régimen similar al de Bretton Woods, en el que algunos países asiáticos intervienen para fijar sus tipos de cambios. Estos factores contribuyen a la formación de presiones inflacionistas y también de mayores tasas de inflación, incluso antes de la escalada de los precios del petróleo.

A lo largo de la década de los 60, los responsables económicos subestimaron estos factores de presión. De esta lección del pasado, quizás hayamos aprendido que debemos ser cautos con los brotes inflacionarios y por ello no podemos descartar un contexto de inflación retardada.

En cuanto al segundo supuesto, se pueden identificar algunas diferencias: la globalización se ha extendido de forma considerable<sup>4</sup>, los vínculos entre el precio del petróleo y la macroeconomía tienen un carácter más benigno y los salarios han crecido de manera más discreta que en el pasado<sup>5</sup>, como también ha aumentado la mayor credibilidad de los bancos centrales.

Incluso si estamos en un "nuevo mundo" todavía no se ha encontrado respuesta para algunas preguntas: (i) ¿Están los bancos centrales apli-

<sup>4</sup> Se puede medir la globalización mediante el ratio de comercio internacional de bienes y servicios respecto al PIB mundial, o bien por la medida en que los ahorradores invierten en activos extranjeros.  
<sup>5</sup> Esto se podría considerar un signo de flexibilidad del mercado laboral.



cando una relajación monetaria excesiva? (ii) ¿Se enfrentarán los bancos centrales a un problema de “timing problem”? (iii) ¿Están los bancos centrales viviendo de la credibilidad ganada en los noventa?

### 6.3.2. Liquidez global y precios de los activos

La liquidez global puede afectar de distintas formas los precios de los activos. Una forma es cuando la liquidez global induce un aumento de la demanda por activos extranjeros que presentan una oferta fija, lo cual provocará inflación en los precios de esos activos. En segundo lugar se puede producir una rebaja de los tipos de interés, inducida por aumento de liquidez. La reducción de la tasa de descuento se reflejará en un mayor precio de los activos. Tratar de explicar la relación existente entre precios de activos y la liquidez no es tarea fácil, porque hay muchos factores subyacentes que afectan a la liquidez global o los precios del sector inmobiliario, y desenmarañar estos factores no está exento de dificultad.

Hay distintas explicaciones para apoyar el hecho de que la política monetaria podría ocasionar un “boom” del precio de los activos. La primera se basa en la óptica de la liquidez<sup>6</sup>. El argumento es el siguiente: los Bancos centrales aumentan la liquidez, intensificando así el proceso de sustitución hacia activos menos líquidos, aumentando la demanda de títulos e inmuebles. De este modo, una política monetaria expansiva impactará en los precios de esos activos. El segundo enfoque, seguido por el Bank of International Settlements (BIS), afirma que los “booms” en el precio de los activos se producen con mayor frecuencia en un contexto de inflación baja y estable. Los Bancos centrales podrían mejorar este proceso como consecuencia de su credibilidad para estabilizar la inflación y también por su pasividad al permitir que el crédito bancario alimentara el “boom”. Su propuesta parece clara: una vez que los bancos centrales han logrado la estabilidad monetaria, deberían concentrarse en lograr la estabilidad financiera. Esta visión implica que el objetivo de índice de precios fijado por el banco central debería incluir los precios de los activos, sin dejar de controlar los “desequilibrios financieros”. Por último surge otro enfoque, el de los modelos macroeconómico de equilibrio general dinámico, que muestran cómo los “booms” de los precios de los activos son el resultado de un fracaso de la política monetaria para tratar de estabilizar, de manera creíble, la inflación en niveles bajos.

Un creciente número de estudios<sup>7</sup> ha revisado recientemente la relación empírica existente entre el precio de los activos y la política monetaria, llegando a concluir que la política monetaria tiene un impacto significativo en el precio de los activos.

Para analizar la relación empírica entre el precio de los activos y la liquidez global (y exceso de liquidez) en el período 1979-2004 utilizamos el índice agregado del BIS para el G7. Hemos diferenciado, por un lado, entre el índice agregado que incluye los precios de los inmuebles residenciales, el de los inmuebles comerciales y el de las acciones y, por otro lado, consideramos el componente de los precios residenciales para verificar si éste último se asemeja al comportamiento monetario<sup>8</sup>.

Como muestra el Gráfico 6.9, un crecimiento monetario significativo va seguido de un “boom” en el precio de los inmuebles. Cuando medimos el exceso de liquidez como el residuo de la demanda monetaria estimada previamente, se observa que desde mediados de los 80 existe una relación significativa (Gráfico 6.7). Es más, en años recientes el exceso de liquidez se genera al mismo tiempo que los precios residenciales crecen por encima de su media. Obviamente, los fundamentos económicos juegan un papel significativo. El crecimiento del empleo parece ser uno de los factores que se encuentran tras el aumento de los precios de la vivienda, como puede verse en el Gráfico 6.10.

<sup>6</sup> Véase Meltzer (1951) y Brunner y Meltzer (1973)

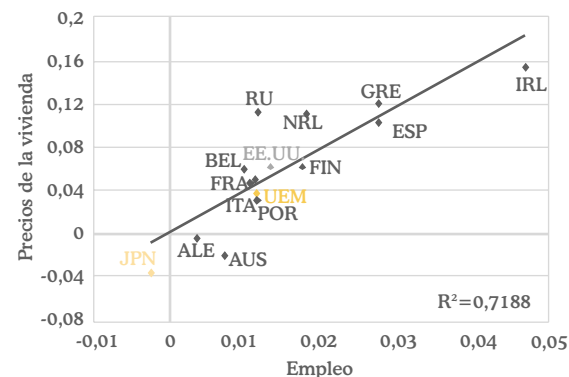
<sup>7</sup> Véase Borio y Lowe (2002), Detken y Smets (2002) y Bordo y Wheelock (2004), entre otros.

<sup>8</sup> Ferguson (2005) argumenta que el crecimiento monetario guarda una relación significativa con los precios de la vivienda, pero no guarda relación alguna con los precios de las acciones.

Gráfico 6.8.

### Precios de la vivienda y empleo

Variación anual, media 1994-2004

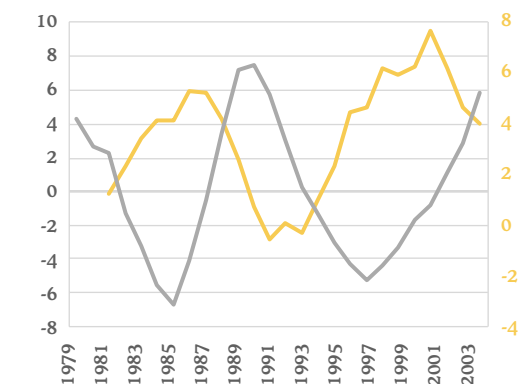


Fuente: Eurostat, FMI y BBVA

Gráfico 6.9.

### G7: precios inmobiliarios y crecimiento monetario

(Crecimiento anual)

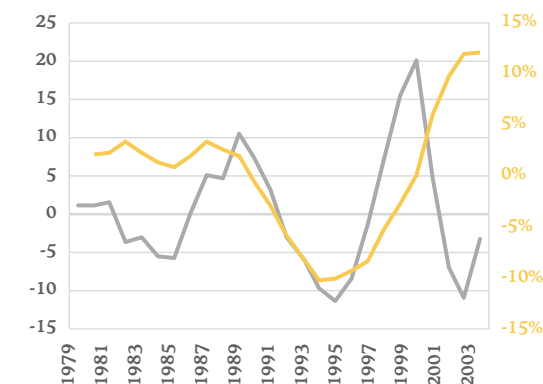


■ Oferta monetaria  
■ Precios inmobiliarios

Fuente: BBVA

Gráfico 6.10.

### G7: precios de los activos y exceso de liquidez



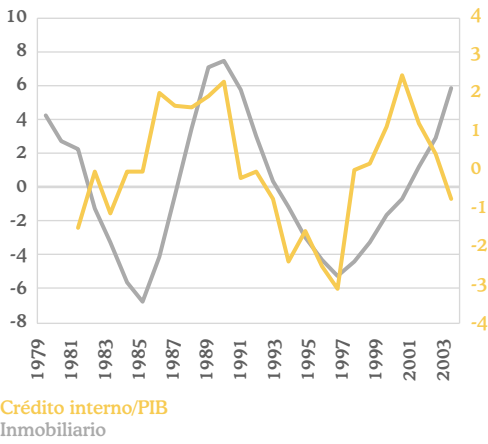
■ Exceso de liquidez  
■ Precios de los activos (crecimiento anual)

Fuente: BBVA



Gráfico 6.11.

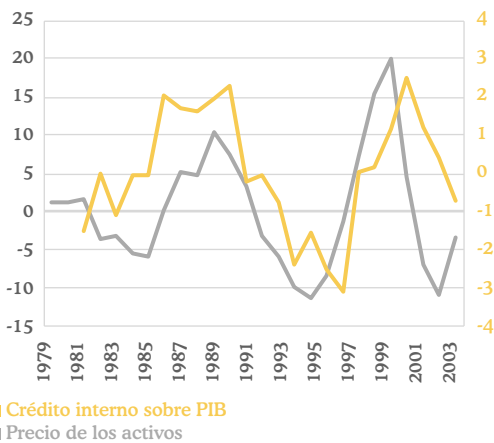
**G7 precios inmobiliarios y crédito interno sobre el PIB**



Fuente: BIS y BBVA

Gráfico 6.12.

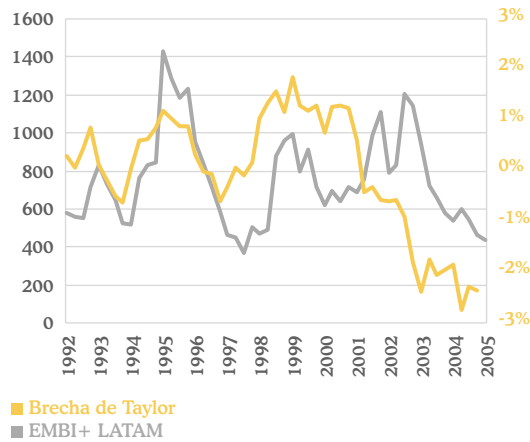
**G7: precios de los activos y crédito interno sobre PIB**  
Crecimiento anual



Fuente: BIS y BBVA

Gráfico 6.13.

**EMBI+ LATAM y brecha de Taylor**



Fuente: JP Morgan y BBVA

Cuando consideramos el índice agregado del precio de los activos, encontramos que existe una relación más estrecha entre el crecimiento monetario y el precio de los activos. Sin embargo, durante el período 2001-2004, el exceso de liquidez no parece haber jugado papel alguno en la explicación del comportamiento en el precio de los activos (Gráfico 6.8).

Por otro lado, el crecimiento del ratio del crédito respecto al PIB parece estar fuertemente correlacionado tanto con los precios inmobiliarios como con los precios de los activos (véase los Gráficos 6.11 y 6.12). Un hecho notable que caracteriza a esta relación es que durante estos últimos años el crecimiento del crédito respecto al PIB se ha ido moderando, mientras que los precios inmobiliarios continúan creciendo de forma significativa.

Será de utilidad analizar los países emergentes para verificar la transmisión de los efectos generados por una política monetaria expansiva del G-7. Para esto usamos las primas de riesgo EMBI (JP Morgan), más precisamente nos centraremos en el índice EMBI para América Latina. Los Gráficos 6.13 y 6.14 muestran que no existe una estrecha relación entre este índice y el exceso de liquidez. Las crisis en las economías emergentes, tan frecuentes en los noventa, han debilitado esta relación. Sin embargo, como era de esperar, esta relación parece más estrecha los períodos que no hay crisis domésticas. El último mínimo de las primas de riesgo se alcanzó a principios del 2005 y parece estar relacionado tanto con un significativo crecimiento monetario en los países del G-7 como con el exceso de liquidez en esos países.

**6.3.3. ¿Qué deberían hacer los Bancos centrales?**

Una vez alcanzada la estabilidad monetaria, los Bancos centrales tienen un cierto margen de maniobra para conseguir la estabilidad financiera. Sin embargo, este asunto sigue siendo controvertido y muchas preguntas aún continúan sin respuesta. Por ejemplo, ante un escenario de posibles amenazas futuras en la estabilidad de precios, ¿deberían los Bancos centrales reaccionar de forma directa o indirecta ante variaciones del precio de los activos? Los costes asimétricos de las fluctuaciones en los precios de los activos, que son muy significativos en términos reales durante la explosión de una burbuja financiera, constituye un argumento de peso para quienes defienden que dentro de la política monetaria se debe asignar un papel explícito al precio de los activos.

Desde un punto de vista ortodoxo, el precio de los activos no juega ningún papel especial dentro de la política monetaria<sup>9</sup>. Por otro lado, algunos economistas aconsejan que el precio de los activos sea un objetivo explícito (“pro-financial stability view”). Entre estas dos posiciones, han ido ganando terreno los defensores del “leaning against the wind”<sup>10</sup>. El mayor supuesto de este enfoque es la no linealidad y el impacto asimétrico de los shocks en el precio de los activos. De igual manera, implica que los Bancos centrales –sobre todo en los países en desarrollo– podrían llevar a cabo una política ligeramente más dura que garantizase la estabilidad de precios cuando se observase alguna probabilidad de que empiece a crecer una burbuja. El Banco de Inglaterra parece comportarse de esta forma, es decir, parece que tomó en cuenta el precio de la vivienda para fijar las últimas subidas de los tipos de interés.

Para abordar la estabilidad financiera, el marco de la política monetaria ha de ser muy flexible. En nuestra opinión, el enfoque “leaning against the wind” ofrece muchas ventajas. Sin embargo, sería conveniente hacer algunos cambios en la comunicación para justificar algunas intervenciones. Además, si los Bancos centrales hicieran pública la probabilidad de escenarios de riesgo, podrían ayudar a que el público entendie-

<sup>9</sup> Trichet (2005) presenta varios argumentos contrarios a la idea de fijar como objetivo los precios financieros.

<sup>10</sup> Véase Borio (2005) y otros.

ra las acciones de política monetaria, y si consideramos las crisis financieras, el horizonte relevante a efectos de intervenciones de política monetaria podría ser superior al de la estabilidad de precios. Finalmente, un enfoque monetarista no resulta deseable porque el crecimiento monetario no constituye el único factor relevante para comprender el precio de los activos. El exceso de liquidez y el crecimiento del crédito nos proporciona información adicional. El marco ideal podría caracterizarse de forma más práctica mediante un enfoque “just get on with it” (sólo hazte con él), similar a la forma en que actúa la Reserva Federal cuando ejecuta acciones monetarias.

## Conclusiones

Como ocurre con otros conceptos, la liquidez debe analizarse desde una perspectiva global. El exceso de liquidez global no sólo es importante por sus efectos sobre la inflación, sino también por su impacto sobre el precio de otros activos, tales como las acciones o los inmuebles. Es más, con un cierto distanciamiento, la situación se refiere a las estrategias a seguir por los Bancos centrales con la intención de lograr la estabilidad financiera.

Hemos documentado evidencia que indica un exceso de liquidez global en períodos recientes. La relación entre inflación y liquidez, medida por la curva de Phillips, parece haberse perdido desde mediados de los 90, de forma que no resulta fácil inferir conclusiones sobre el riesgo inflacionista incluso estando en una “nueva economía mundial”.

En cuanto al precio de los activos, la evidencia es mixta. Existe una débil relación entre el precio de las acciones y los títulos de países emergentes y el exceso de liquidez global. Sin embargo, la relación es más fuerte si nos referimos a los precios inmobiliarios.

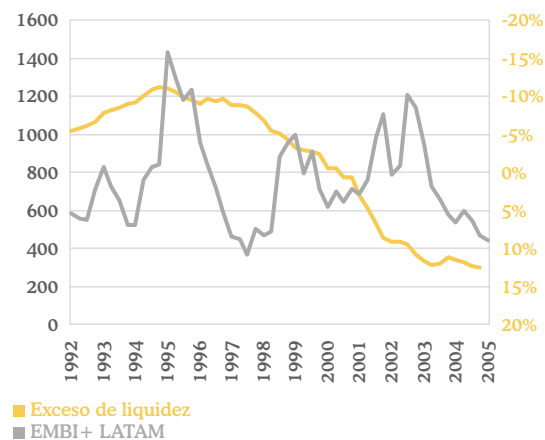
Los Bancos centrales deberían optar por un enfoque “leaning against the wind”. Esto implicaría que deberían restringir sus políticas monetarias más de lo que los mercados valoran actualmente.

## Bibliografía

- Baks, K., and C. Kramer, 1999, “Global liquidity and asset prices: Measurement, implications, and spillovers”, *Working Paper*, IMF.
- Borio, C., 2005, “Monetary and financial stability: so close and yet so far?”, *National Institute Economic Review* 192, 84-101.
- Borio, C., and P. Lowe, 2002, “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”, *Working Paper*, BIS.
- Brunner, K., and A.H. Meltzer, 1973, *Mr. Hicks and the “monetarists”*, *Economica* 4, 44-59.
- Ciccarelli, M., and B. Mojon, 2005, “Globalinflation”, *Working Paper*, ECB.
- Detken, C., and F. Smets, 2002, “Asset price booms and monetary policy”, *Working paper*, ECB.
- Ferguson, R. W., 2005, “Asset prices and monetary liquidity”, Speech at the 7th Deutsche Bundesbank Spring Conference, May 27th, Berlin.
- Metlzer, LL. A., 1951, “Wealth, saving and the rate of interest”, *Journal of Political Economy*, pp. 93-116.
- Taylor, J., 1993, *Discretion versus policy rules in practice*.
- Trichet, JC., 2005, “Asset prices bubbles and monetary policy Speech at the Mas Lecture”, *CarnegieRochester Series on Public Policy* June 8th, Singapore, 93-116.

Gráfico 6.14.

### EMBI+ LATAM y exceso de liquidez



## Inflación y core money en la UEM

Cuando el BCE asumió la responsabilidad de la política monetaria para la eurozona, en 1999 anunció que el marco de análisis para la valoración de riesgos sobre la estabilidad de precios estaría basado en dos pilares. El primero, en el análisis de los agregados monetarios y crediticios con el anuncio de un crecimiento de referencia del agregado monetario de M3. El segundo pilar se centraba en el análisis de los riesgos que amenazarán la estabilidad de precios provenientes de la actividad real y financiera de la economía. En 2003, el BCE revisó la estrategia basada en los pilares y reorganizó el contenido de sus comunicados poniendo más énfasis en que el pilar monetario señala riesgos sobre la estabilidad de precios a largo plazo. Así, en los comunicados del BCE sobre sus decisiones de política monetaria siguen generalmente apareciendo alertas sobre del exceso de liquidez y del crecimiento sistemático de los agregados monetarios por encima de referencia que pudieran tener efectos desestabilizadores sobre los precios.

La relación entre inflación y crecimiento monetario se puede modelizar vinculando las expectativas de inflación al crecimiento del core monetario a través de una curva de Phillips:

$$\pi_{t+1} = \pi_{t+1,t}^e + \beta(y_t - y_t^*) + \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

donde  $\pi_{t+1}$  es la tasa de inflación,  $\pi_{t+1,t}^e$  es la tasa esperada de inflación,  $(y_t - y_t^*)$  es el output gap, definido como la desviación de su nivel tendencial (en logaritmos naturales -logs), y  $\varepsilon_{t+1}$  es una perturbación aleatoria ruido blanco. La tasa esperada de inflación se relaciona con la tasa subyacente (core) de inflación y la inflación real de la siguiente forma:

$$\pi_{t+1,t}^e = \alpha \pi_t^* + (1-\alpha) \pi_t \quad (2)$$

Basado en el equilibrio de oferta y demanda de dinero, se define la tasa subyacente de inflación como la diferencia entre el crecimiento nominal permanente del dinero y el componente permanente del crecimiento de la demanda real de dinero (ambos en logs):

$$\pi_t^* = \Delta m_t^* - \lambda \Delta y_t^* \quad (3)$$

Esta diferencia se denomina crecimiento del core monetario. Combinando las ecuaciones anteriores derivamos la solución para la tasa de inflación a partir de la curva de Phillips,

$$\pi_{t+1} = \alpha(\Delta m_t^* - \lambda \Delta y_t^*) + (1-\alpha) \pi_t + \beta(y_t - y_t^*) + \varepsilon_{t+1}$$

donde el primer paréntesis resume el crecimiento del core monetario, es decir, el exceso de crecimiento del dinero nominal permanente sobre el crecimiento de demanda de dinero real permanente. Si a la anterior expresión se añade el precio del petróleo y los precios de importación no energéticas a fin de corregir los shocks externos, y además un polinomio de retardos que enriquezca la dinámica de la inflación se obtiene la siguiente expresión operativa:

$$\pi_t = \alpha(\Delta m_{t-1}^* - \lambda \Delta y_{t-1}^*) + \alpha_2(L) \pi_{t-1} +$$

$$\beta(y_{t-1} - y_{t-1}^*) + \phi(L) \Delta p_{oil,t} + \gamma(L) \Delta^2 Pimne_t + \varepsilon_t$$

donde los componentes permanentes del crecimiento del dinero ( $m^*$ ) y de la actividad real ( $y^*$ ) se obtienen aplicando el filtro simétrico Baxter-King (2,32) -BK(2,32)- a las primeras diferencias en logs de la M3 y del PIB real. Se han utilizado datos trimestrales desde 1tr81 hasta 4tr04 y datos ajustados de estacionalidad (sa).

Los resultados de la estimación de la anterior ecuación se encuentran en la columna (1) del cuadro 1. En ella podemos advertir como la suma de los parámetros del core monetario sobre la inflación  $\alpha$ , y de la inflación retrasada  $\alpha_2$ , es prácticamente la unidad, confirmando la relación unitaria de largo plazo entre el core monetario y la inflación. De otro lado la elasticidad renta estimada a la demanda de dinero real de largo plazo  $\lambda$ , es similar a las estimaciones obtenidas en otros estudios<sup>1</sup> sobre la demanda de dinero en la zona euro que oscilan entre el 1,3 y 1,4. Puede advertirse que el output gap presenta un efecto de escasa relevancia y estadísticamente no significativo. Y que las variables que recogen la influencia de los shocks externos son relevantes para explicar el comportamiento de corto plazo de la inflación.

Cuadro 1.

Periodo muestral	lag	De 1tr81 a 4tr04		De 1tr81 a 4tr00	
		M3	M3c	M3	
$\alpha$	-1	0,33 (0,08)	0,45 (0,08)	0,45 (0,10)	
$\lambda$	-1	1,42 (0,15)	1,47 (0,16)	1,49 (0,18)	
inflación t-j					
$\alpha_2$	-1	0,63 (0,07)	0,53 (0,07)	0,54 (0,08)	
O-gap					
$\beta$	-1	0,013 (0,04)	0,011 (0,04)	0,005 (0,04)	
P oil					
$\phi_0$	0	0,007 (0,01)	0,007 (0,01)	0,007 (0,01)	
$\phi_1$	-1	-	-	-	
$\phi_2$	-2	0,003 (0,01)	0,003 (0,01)	0,003 (0,01)	
Pimne					
$\gamma_1$	0	0,024 (0,01)	0,021 (0,01)	0,023 (0,01)	
$\gamma_2$	-1	0,027 (0,01)	0,026 (0,01)	0,017 (0,01)	

Entre paréntesis el std del parámetro

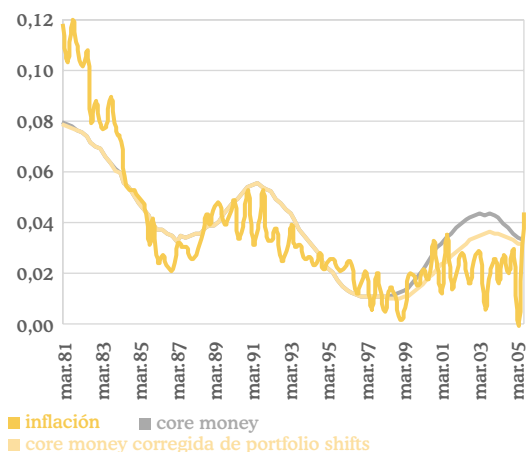
M3c = M3 corregida de «portfolio shifts»

Fuente: BBVA

El Gráfico 1 muestra que el core monetario (línea gris) estimado por el filtro BK(2-32) describe bastante fielmente la evolución de la inflación en la zona euro prácticamente en todo el periodo muestral. No obstante, a partir del año 2001 se produce un desacople entre los co-movimientos del core monetario y de la inflación. Mientras el core monetario se aceleraba la tasa de inflación se mantenía estable alrededor del 2%.

<sup>1</sup> See Brand and Cassola (2000), Calza, Gerdesmeier and Levy (2001), and Bruggeman, Donati and Warne (2003).

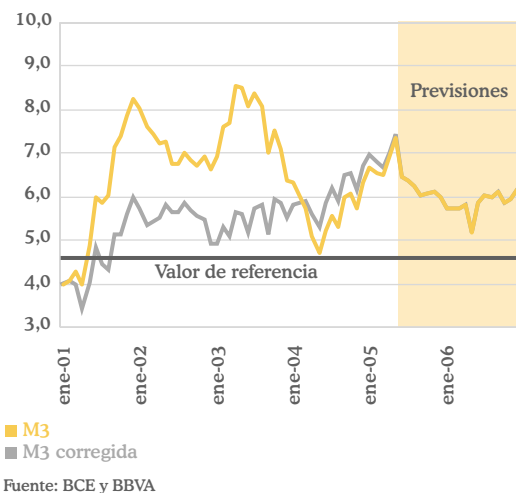
Gráfico 1.  
UEM: core money (BK (2,32)) e inflación (\*)



(\*) Tasa trimestral anualizada  
Fuente: BBVA

Parte de la aceleración de los agregados monetarios que se produjo en esta época, según el BCE, se pueden atribuir a un efecto reorganización de las carteras por parte de los agentes hacia activos más seguros tras el estallido de la burbuja tecnológica y el aumento de la incertidumbre ("portfolio shifts"). Siguiendo los pasos del BCE<sup>2,3,4</sup>, se ha procedido a corregir la M3 de los posibles efectos del portfolio shifts a fin de obtener la serie de M3 corregida a partir de 2001 según puede apreciarse en el Gráfico 1.

Gráfico 2.  
M3 y M3 corregida de portfolio shifts  
variación interanual %



Fuente: BCE y BBVA

Corregida la M3 de los posibles efectos del portfolio shifts se procedió a estimar la ecuación anterior con la M3 corregida. Los resultados se presentan en la columna (2) del cuadro 1. Se puede advertir como la relación unitaria entre el core monetario y la inflación se mantiene deducida de la suma de  $\alpha$  y  $\alpha_2$ , el output gap sigue sin tener un efecto significativo y las variables externas mantienen su poder explicativo

<sup>2</sup> Véase Box I del boletín mensual del BCE de mayo 2003.

<sup>3</sup> Véase el artículo «Monetary analysis in real time» del boletín mensual del BCE de octubre 2004.

<sup>4</sup> Véase Box I del boletín mensual del BCE de enero 2005.

del corto plazo sobre la inflación. De la comparación entre (1) y (2) puede advertirse que el parámetro  $\alpha$  ahora es superior al del caso anterior y que  $\alpha_2$  es algo inferior.

El Gráfico 1 muestra la inflación y el core monetario estimado con la M3 y la M3 corregida de portfolio shifts, y como puede apreciarse a pesar de la corrección el core monetario sigue mostrando un dinamismo superior al registrado por la inflación a partir de 2001.

Para confirmar la influencia que ha tenido el periodo abierto a partir de 2001 con el portfolio shifts se ha estimado la ecuación con la M3 hasta 4tr00. Los resultados son los presentados en la columna (3) del cuadro 1. Como puede apreciarse, existe una práctica coincidencia entre los parámetros de la ecuación con la M3 corregida (columna 2) y los de la M3 hasta el año 2000 (columna 3). Este ejercicio parece sugerir que la relación entre el "core money", una vez medido apropiadamente, y la inflación es estable. Sin embargo, suscita otras preguntas. ¿Cómo se detraerá del sistema el exceso de liquidez acumulada una vez que las circunstancias especiales que motivaron su aparición desaparezcan?. ¿Se traducirá esto en un aumento de la inflación?

El supuesto implícito es que los "portfolio shifts" no son permanentes, sino resultado de la creciente incertidumbre, por lo que cabe esperar que se deshagan una vez que la incertidumbre se disipe. Esto debería manifestarse en un crecimiento monetario por debajo del valor de referencia durante un período de tiempo, lo que requeriría un efecto "portfolio shifts" negativo para restaurar los niveles iniciales de liquidez. En este caso, el crecimiento monetario no ayudaría a explicar la dinámica de inflación en el futuro próximo, ya que fluctuaría por debajo de la inflación tendencial mientras que el exceso de liquidez desaparece<sup>5</sup>.

En la actualidad, parece que la incertidumbre que justificaría los cambios de cartera se ha reducido sustancialmente, pero el agregado monetario M3 sigue creciente por encima del valor de referencia. Como advierte el BCE, la actual dinámica monetaria podría suponer un riesgo sobre la inflación futura. El exceso de liquidez en el sistema podría, finalmente, traducirse en mayor inflación de bienes, si los agentes deciden gastar la liquidez extra, o en mayor inflación de activos, si optan por utilizarlo en la compra de activos alternativos<sup>6</sup>.

En definitiva, recurrir a los cambios de cartera para justificar las discrepancias entre la evolución de la inflación y los agregados monetarios no resulta muy útil para predecir la evolución futura de la inflación, ya que, en ese caso, la persistencia de estos cambios y la forma en que se restablecerán los niveles de liquidez desempeñan un papel clave. En este sentido, podría decirse que (transitoriamente o permanentemente) el pilar monetario ha perdido su representatividad como guía para la estabilidad de precios.

<sup>5</sup> Se podría que el cambio en las preferencias de los agentes por la liquidez es permanente y que estamos todavía observando la dinámica de ajuste a un nuevo nivel de equilibrio. Sin embargo, quedaría por explicar porqué han cambiado las expectativas de los agentes.

<sup>6</sup> Esto podría también llevar a mayor inflación de bienes en el futuro a través del efecto riqueza, por ejemplo.

## 7. Resumen de previsiones

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

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

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

\*\* Para China y Latam previsiones fin de período

### Variables financieras (final de período)

	Tipo oficial (%)				Tipo de interés a 10 años (%)			
	22/07/05	Sep-05	Dic-05	Dic-06	22/07/05	Sep-05	Dic-05	Dic-06
UEM (*)	2,00	2,00	2,00	2,50	3,2	3,3	3,5	4,0
EE.UU.	3,25	3,75	4,00	4,50	4,2	4,3	4,5	5,2
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	1,2	1,4	1,6	2,0

\* Tipos de interés a 10 años referidos a bonos alemanes

	Tipo de cambio (vs euro)				Brent			
	22/07/05	Sep-05	Dic-05	Dic-06	22/07/05	Dic-05	Dic-06	
EE.UU.	1,20	1,22	1,22	1,21	\$/b	58	48	45
Japón	134	130	128	123	€/b	48	39	37



# Resumen de previsiones economía española

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

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>PIB a precios de 1995</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>
<b>Demanda</b>						
Consumo Privado	3,2	2,8	2,6	4,3	4,5	4,0
Consumo Público	3,9	4,5	3,9	6,4	6,4	5,5
Formación bruta de capital fijo	4,5	3,3	5,4	4,4	7,1	5,7
Bienes de equipo	0,1	-2,9	1,9	2,1	9,4	7,0
Construcción	6,8	6,2	6,3	5,5	6,0	5,0
Otros Productos	6,0	5,0	7,8	4,4	7,2	6,0
Variación de existencias (*)	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>
Exportación bienes y servicios	4,0	1,7	3,5	2,7	0,3	2,5
Importación bienes y servicios	4,2	3,8	6,2	8,0	7,0	7,0
<b>Saldo exterior neto (*)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,9</b>
<b>PIB a precios corrientes</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>
miles de Millones de Euros	679.848	729.004	780.557	837.557	903.552	969.923
<b>Precios y costes</b>						
Deflactor del PIB	4,2	4,4	4,0	4,1	4,3	4,0
Deflactor consumo hogares	3,4	2,9	2,9	3,4	3,5	3,0
IPC	3,6	3,5	3,0	3,0	3,3	2,6
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,0	1,3	1,0	0,9	1,2	1,0
Remuneración por asalariado	3,6	3,3	3,1	3,1	2,9	2,9
Coste laboral unitario (CLU)	3,3	3,0	2,7	2,7	2,6	2,4
<b>Mercado de trabajo</b>						
Población activa, EPA	0,3	4,1	4,0	3,3	3,7	3,7
Empleo EPA	4,1	3,0	4,0	3,9	4,9	3,8
Variación en miles de personas	640	484	666	675	885	724
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,2	2,3	2,5	2,7	3,2	2,7
Tasa de Paro	10,6	11,5	11,5	11,0	9,9	9,8
Productividad	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,5
<b>Sector Público</b>						
Deuda (% PIB)	57,8	55,0	51,4	48,9	48,0	48,0
Déficit AA.PP. (% PIB)	0,5	0,3	-0,3	0,3	-0,2	-0,2
<b>Sector Exterior</b>						
Saldo Comercial (% PIB)	-6,3	-5,8	-5,9	-7,2	-8,5	-8,0
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-3,9	-3,3	-3,6	-5,3	-6,5	-6,0

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

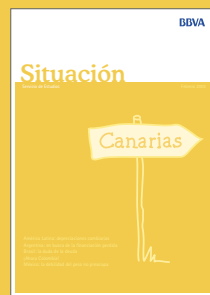
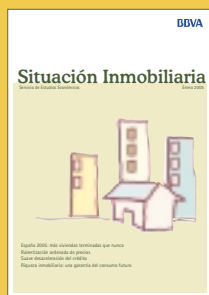
Norteamérica: Jorge Sicilia  
Estados Unidos: Nathaniel Karp  
México: Adolfo Albo

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.