

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Noviembre 2005



Crecimiento en la UEM, ahora sí
Crecimiento en España, anclado en el 3%
Saldo energético, luces y sombras
¿Dónde está el consumo de no residentes?
Decisiones de gasto y crédito de los hogares y tipos de interés

Índice

Fecha de cierre: 25 de noviembre de 2005

1	Editorial	1
2	Europa	2
	Recuadro: "Petróleo y canal de expectativas"	9
	Recuadro: "¿Dónde van los ingresos petroleros?"	10
3	España	13
	Recuadro: "Consumo de no residentes, tendencias divergentes"	18
	Recuadro: "Precios y rentas en la Contabilidad Nacional Base 2000"	20
	Recuadro: "Saldo energético: determinantes y perspectivas"	22
4	Decisiones de gasto y crédito de los hogares españoles y tipos de interés	24
5	IA-BBVA UEM, un indicador del estado de la economía en la UEM	30
	Recuadro: "La construcción del IA-BBVA UEM"	35
6	Resumen de previsiones	36

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

En un entorno exterior globalmente favorable en el que se confirma la caída de los precios del petróleo y el inicio de una recuperación cíclica en la UEM, la economía española continúa creciendo y creando empleo a tasas superiores al 3%. El aumento del PIB se sigue sustentando en la demanda nacional, que contribuye con algo más de cinco puntos al crecimiento, mientras que el drenaje del sector exterior compensa parcialmente este dinamismo. En esta situación, las perspectivas para los próximos dos años son de ligera desaceleración desde las tasas de crecimiento actuales cercanas al 3,5%, hasta el entorno del 3%. Ello resulta del paulatino cambio de los soportes al crecimiento, desde el impulso de la continuada relajación de las condiciones financieras, que con todo continuarán siendo holgadas, a la mejora de la demanda externa, favorecida por la recuperación de la actividad del área del Euro.

El entorno global en que se desenvolverá la economía española en los próximos años está caracterizado por el continuado dinamismo del crecimiento mundial, en general, y la recuperación de la actividad en la UEM, en particular. En la zona Euro se conjugará un crecimiento cada vez más dinámico (pasará de crecer el 1,4% en 2005 al 2,4% en 2007) con unas perspectivas de inflación relativamente favorables (se situará por debajo del 2% en 2007), lo que supondrá que los tipos de interés aumenten de forma moderada. Ello implica que las condiciones monetarias y financieras serán particularmente favorables para la economía española, dado su mayor inflación y un *output gap* más elevado.

La evolución de la actividad, el empleo y la situación patrimonial de empresas y familias españolas es el resultado de la combinación de un conjunto de impulsos: el aumento de la población derivado del intenso y rápido incremento de los flujos de inmigrantes, la caída de los tipos de interés (hacia un nivel permanente más bajo consecuencia de la pertenencia a la UEM), la desaceleración de la demanda proveniente del resto del área del euro y el aumento acumulado por los precios relativos españoles frente al exterior. Previsiblemente, en próximos trimestres continuarán las subidas tanto de los tipos de interés como de la demanda exterior de la economía española. El resultado final de todo ello será el ajuste gradual entre la demanda nacional y la contribución negativa del sector exterior, además de una desaceleración ordenada de la evolución de alguna de las variables más dinámicas de los últimos años en la economía española, como los precios de la vivienda o el crédito demandado por los hogares, que se han visto particularmente favorecidas por la reducción de los tipos de interés y el marco competitivo de la economía española. En este sentido, en esta publicación se analizan con un enfoque integrado las decisiones de gasto y crédito de los hogares en relación a los tipos de interés, concluyéndose que una subida moderada de éstos produciría un ajuste ordenado de la inversión y los precios de la vivienda y del crédito a los hogares.

Por otra parte, el aumento de la demanda exterior, fundamentalmente del resto de la UEM, contribuirá a sostener el dinamismo de la inversión en equipo y a intensificar el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, facilitando la reducción de la contribución negativa del sector exterior al crecimiento.

Con todo ello, se mantiene la previsión de un crecimiento en España del 3,4% en 2005 y del entorno al 3% en 2006 y 2007. Las favorables perspectivas vigentes para la economía española siguen proporcionando un escenario favorable para profundizar en las reformas que permitan incrementar el nivel de la productividad de la economía, combinando la continuada generación de empleo y de capital con su uso más eficiente.

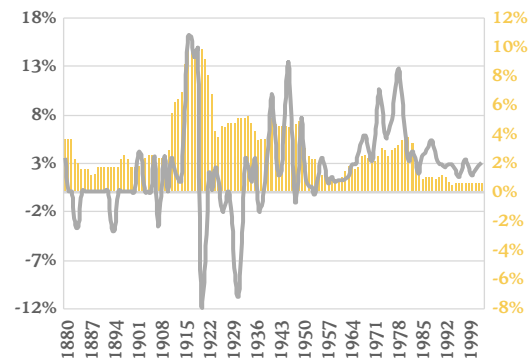
Cuadro 2.1. Previsiones de crecimiento

	2004	2005	2006	2007
OCDE	3,3	2,6	2,6	2,7
EEUU	4,2	3,6	2,8	3,0
UEM	1,8	1,4	2,0	2,4
Japón	2,7	2,0	2,5	2,0
Países no OCDE	7,2	6,3	5,9	5,4
Latinoamérica	5,9	4,4	3,6	3,0
MUNDIAL	5,1	4,2	4,0	3,9

Fuente: BBVA

Gráfico 2.1.

EE.UU.: inflación y su volatilidad



■ Volatilidad (dcha.)

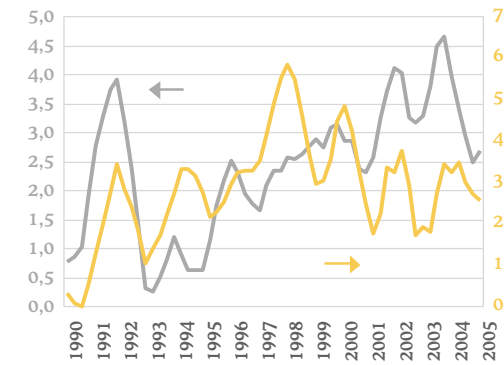
■ Inflación

Fuente: NBER, BLS y BBVA

Gráfico 2.2.

EE.UU.: productividad no agrícola e ingreso real disponible

(var. % anual, pm 4 trim.)



■ Ingreso (dcha.)

■ Productividad

Fuente: BEA, BLS y BBVA

2. Europa

Entorno mundial favorable...

A pesar de la incertidumbre generada por la evolución de los precios del petróleo, la economía mundial sigue creciendo a un ritmo elevado y las perspectivas para 2006 y 2007 continúan siendo favorables. Las ganancias asociadas a la innovación tecnológica y la creciente globalización, que presiona a la baja los costes y amplía las posibilidades de inversión/financiación, generan un entorno propicio para el crecimiento mundial, adicionalmente apoyado por la fortaleza “macro” de los países emergentes y la fortaleza “micro” del sector corporativo. En un contexto de expectativas de inflación ancladas, el ajuste de política monetaria hacia tasas más neutrales continuará siendo paulatino y las subidas de los tipos a largo plazo moderadas, al verse además limitadas por la creciente globalización financiera, el aumento del ahorro mundial y la reducción de las primas de riesgo por plazo como consecuencia de la menor volatilidad de la inflación.

Como contrapartida, el fenómeno de la globalización y la elevada liquidez en el sistema, están ampliando los desequilibrios entre países y generando riesgos de sobrevaloración en algunos activos. Pero los factores anteriormente citados llevan a pensar que, en el escenario más probable, el ajuste de estos desequilibrios será suave. Así, en los próximos dos años cabe esperar que los países que han aportado menos al crecimiento mundial en el pasado reciente, como Japón o la UEM, contribuyan algo más, como resultado de su recuperación cíclica, compensando así parcialmente la moderada desaceleración prevista en aquellos países más dinámicos, como EE.UU. Con todo, esta economía continuará creciendo por encima de la de la UEM y la de Japón.

.....con desaceleración suave en EE.UU.

El dinamismo registrado por la economía estadounidense en los últimos años se ha sustentado en impulsos de oferta y de demanda. Por un lado, en las ganancias estructurales de productividad. Por otro, en unas políticas monetaria y fiscal extraordinariamente laxas. Esta expansión se ha apoyado en la fortaleza del sector empresarial y en la expansión del consumo privado, favorecido adicionalmente por el incremento de la riqueza inmobiliaria. Sin embargo, en un entorno de tipos de interés más altos, menor impulso fiscal, precios del petróleo más elevados e indicios de desaceleración cíclica en la productividad, se empieza a observar ya cierta moderación en el consumo privado, en la inversión no residencial y en la demanda de importaciones, aunque el crecimiento siga siendo muy dinámico. Al mismo tiempo, en un contexto de elevado grado utilización de los recursos e inflación al alza por la presión de los precios energéticos, se aprecia un aumento de las expectativas de inflación de los agentes, lo que cabe esperar que

Cuadro 2.2. UEM: cuadro macroeconómicos y previsiones

Var. interanual	1 tr05	2 tr05	3 tr05	4 tr05	1 tr06	2 tr06	3 tr06	4 tr06	2003	2004	2005	2006	2007
Consumo Privado	1,3	1,3	1,3	1,2	1,5	1,8	2,0	1,9	1,1	1,4	1,3	1,8	2,4
Consumo Público	0,9	1,0	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,1	1,2	1,6	2,0
Formación B.C. Fijo	0,7	1,1	1,6	2,3	3,2	3,6	3,6	3,8	0,7	1,4	1,4	3,6	4,0
Var. Existencias (*)	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0
Demanda Interna(*)	1,6	1,7	1,4	1,5	1,9	2,1	2,3	2,2	1,4	1,7	1,5	2,1	2,6
Exportaciones	3,8	3,1	5,9	5,4	5,2	6,2	5,8	5,5	0,7	6,0	4,6	5,7	5,5
Importaciones	4,9	4,6	6,1	5,0	5,5	6,8	6,8	6,2	2,7	6,1	5,2	6,3	6,3
Saldo Exterior(*)	-0,3	-0,5	0,1	0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,7	0,1	-0,1	-0,1	-0,2
PIB	1,3	1,1	1,5	1,8	1,8	2,0	1,9	2,0	0,7	1,8	1,4	2,0	2,4
Inflación	2,0	2,0	2,3	2,4	2,4	2,1	1,7	1,6	2,1	2,1	2,2	2,0	1,9

(*) Contribuciones al crecimiento

Fuente: Eurostat y BBVA

conduzca a la Reserva Federal a continuar la senda gradual de subidas de tipos emprendida, situando el tipo de los *fed funds* en 4,75% en el primer trimestre de 2006.

A medio plazo, la combinación de unos tipos de interés más altos, la moderación del crecimiento del empleo y la moderación de la productividad hacia su crecimiento de medio plazo, que se estima en torno al 2-2,5%, se traducirá en un menor ritmo de expansión del consumo privado. Lo mismo ocurrirá con la inversión privada ante el ajuste en el gasto de las familias y el menor dinamismo de los beneficios empresariales. Por todo ello, cabe esperar que la economía estadounidense tras crecer un 3,6%¹ en 2005, se desacelere en 2006 hasta el 2,8%, registrando un crecimiento del 3,0% en 2007.

Resistencia al alza de los tipos largos

Los tipos de largo plazo en EE.UU., en este escenario, tienen un recorrido al alza limitado. Distintos factores que han contribuido a mantener las rentabilidades presionadas a la baja pueden seguir afectando en el corto plazo. El proceso de globalización financiera y el aumento de ahorro mundial, con una reducción del sesgo doméstico de los inversores, se ha traducido en un importante aumento de los flujos de capitales mundiales hacia países industrializados y emergentes. La demanda de bonos ha aumentado considerablemente, adicionalmente impulsada por la intervención en los mercados de los gobiernos de países emergentes para evitar la apreciación de sus divisas. Todo ello, unido a unas expectativas de inflación mundial baja y estable, contribuye a mantener las rentabilidades en niveles bajos, no sólo en EE.UU., sino a nivel mundial.

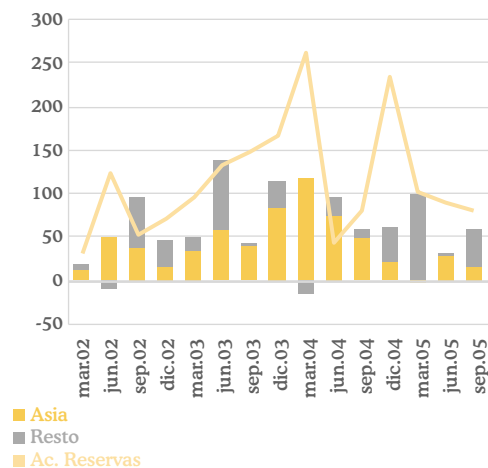
En los próximos años el diferencial de tipos de interés a largo plazo de EE.UU. frente a la UEM seguirá siendo favorable al dólar, así como el diferencial de productividad. De esta forma, se espera que el tipo de cambio del dólar con el euro, que vuelve a ponderar principalmente los fundamentos frente a los problemas de financiación de EE.UU., cotice en el rango 1,17-1,25.

Pese a las favorables perspectivas de crecimiento, los riesgos sobre el escenario mundial son a la baja. Una de las principales fuentes de preocupación es el fuerte incremento de los precios energéticos y, en concreto, de los precios del petróleo, que se ha visto parcialmente impulsado por la mayor participación de los países emergentes en el crecimiento mundial. El precio del petróleo que en 1999 se situaba en 11 dólares por barril se ha mantenido en los últimos meses en torno a 60 dólares. A medio plazo, cabe esperar que el precio del Brent se sitúe entre los 40 y 50 dólares, unos niveles que se consideran de equilibrio. Niveles de precios mayores incentivan el aumento de la oferta de petróleo y reducen la demanda, haciendo, además, rentable la explotación de fuentes de energía alternativas. Pero éste es un proceso que lleva tiempo, por lo que es previsible que la moderación de los precios sea gradual, de forma que el precio del barril Brent no bajaría de los 50 dólares hasta finales de 2006.

Hasta ahora, el impacto del aumento de los precios del petróleo sobre la economía mundial ha sido moderado, gracias a la mayor eficiencia energética, el menor protagonismo de los mecanismos de indexación salarial y el carácter gradual de la subida de precios, que ha permitido un ajuste de las expectativas de los agentes. En realidad, junto con el choque del petróleo, y en parte ligado a él, se está produciendo un proceso de globalización que actúa compensando, al menos parcialmente, este choque. El comercio mundial es más dinámico y hay mayor oferta relativa de fuerza de trabajo, lo que contribuye a abaratar los costes laborales. No obstante, debe vigilarse con atención el canal de expectativas, tanto para evitar una transmisión de las subidas de precios a inflación, como

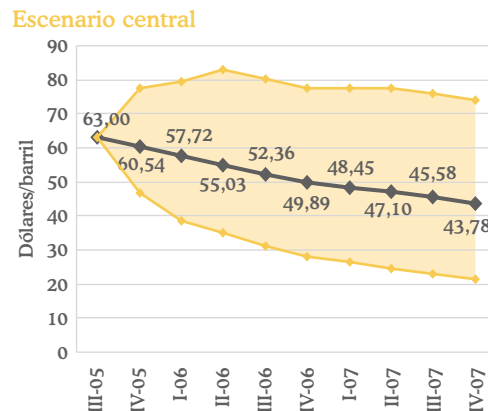
¹ Esta cifra incorpora el fuerte incremento del gasto público y la inversión residencial prevista para el cuarto trimestre de 2005 por los esfuerzos de reconstrucción después de los huracanes Katrina y Rita.

Gráfico 2.3. Acumulación de reservas mundiales y compra de Treasuries de Asia y resto (mM \$)



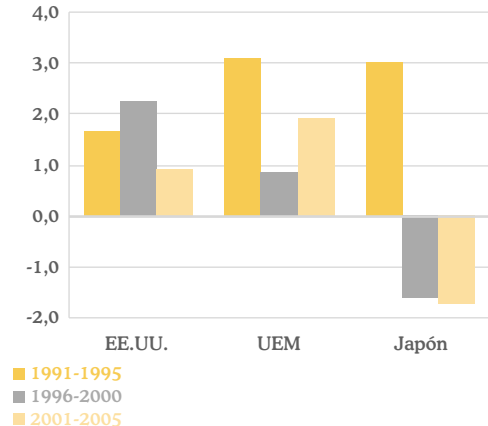
Fuente: Bancos centrales nacionales y Departamento del Tesoro de EE.UU.

Gráfico 2.4. Precio del petróleo (Brent) Escenario central



Fuente: BBVA

Gráfico 2.5. Costes laborales unitarios Variación anual promedio



Fuente: Oficinas de Estadística Nacionales

Gráfico 2.6.

UEM: PIB y previsiones ISA-BBVA

En tasa interanual

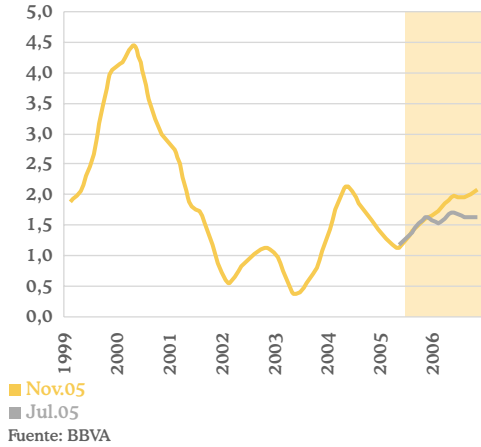


Gráfico 2.7.

UEM: componente cíclico del PIB

En % del PIB

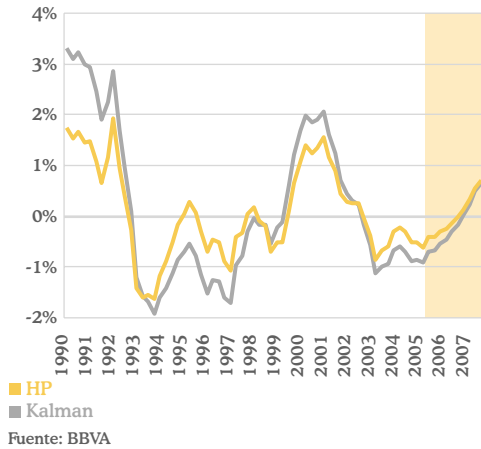
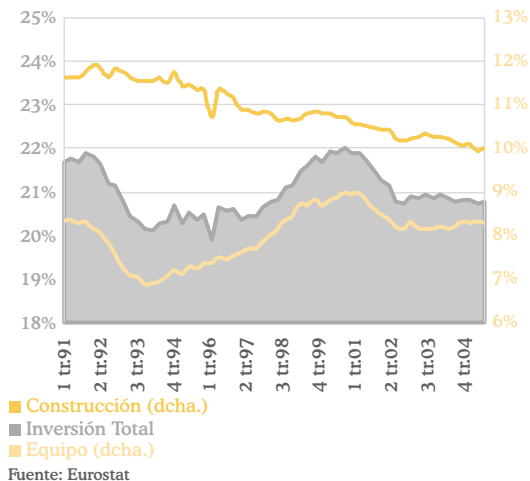


Gráfico 2.8.

UEM: inversión sobre PIB real



para evitar que se produzca un fuerte deterioro de la confianza de los agentes que pueda derivar en un ajuste brusco, especialmente en aquellas economías en las que las familias estén fuertemente endeudadas.

UEM, hacia la recuperación cíclica

En Europa, tras el bache del segundo trimestre, la situación cíclica ha registrado una mejoría generalizada, que se ha reflejado tanto en los indicadores de sentimiento, como en los datos de producción y gasto (véase artículo "IA-BBVA UEM, un indicador del estado de la economía en la UEM"). Los indicadores de clima empresarial han corregido su tendencia descendente, apoyados en el incremento de pedidos y mejores expectativas de producción, dejando atrás la fuerte acumulación de inventarios del segundo trimestre. La confianza de los consumidores, con algo más de retardo, también empieza a mejorar, recogiendo perspectivas de empleo algo más optimistas. La producción industrial repunta en línea con la revitalización de la actividad manufacturera mundial, y los indicadores de gasto de los hogares, como las ventas minoristas o las matriculaciones de vehículos, apuntan a un comportamiento más positivo del consumo privado en el tercer trimestre. La mejoría, no obstante, parece mayor en aquellos países que han venido mostrando una mayor dinamismo en el consumo en los últimos años, como Francia, que en los que han seguido una tendencia más débil, como Alemania. Por otra parte, las exportaciones se están viendo favorablemente afectadas por la reactivación del comercio mundial y la depreciación del euro. Se observa, además, una elevada capacidad para amoldarse a los cambios de demanda en los mercados. La moderación de las exportaciones a EE.UU. y Asia emergente se están viendo compensadas por el aumento de las importaciones de los países exportadores de petróleo.

Estamos, por tanto, ante una mejoría de la situación cíclica, confirmada por el avance del PIB del tercer trimestre (0,6% de crecimiento trimestral), que según todos los indicios se prolongará y ampliará en los próximos trimestres. Los factores que han propiciado esta recuperación: un entorno mundial favorable, la fortaleza del sector empresarial y la progresiva mejora de las condiciones financieras, seguirán operando en el medio plazo, consolidando el repunte de una economía cuya demanda interna ha estado creciendo durante bastante tiempo por debajo de su equilibrio de largo plazo. Los modelos de previsión apuntan a un crecimiento de la UEM del 2% en 2006 y 2,4% en 2007. Pese a todo, el *output gap* se mantendrá en terreno negativo durante 2006, limitando las posibles presiones inflacionistas.

Se trata, eso sí, de una recuperación cíclica. Porque siguen sin llevarse a cabo los esfuerzos necesarios para afrontar los problemas de dinamismo y competitividad de la economía europea que afectan a su crecimiento de medio plazo. Parece que existe cierto rechazo por parte de la sociedad europea a las reformas estructurales, como se refleja en los resultados del referéndum constitucional en Francia o de las elecciones parlamentarias en Alemania.

La inversión, ¿por el buen camino?

A pesar de la buena situación de las empresas y las favorables condiciones financieras, el ratio de inversión real sobre PIB, una variable fuertemente cíclica, se mantiene en los mínimos de la última desaceleración, y por debajo del promedio desde los 90. En términos únicamente de inversión en equipo, el diagnóstico se mantiene, toda vez que es éste el componente que determina las oscilaciones cíclicas de la formación bruta de capital. La inversión en construcción presenta una tendencia negativa desde principios de los 90, arrastrada por el progresivo descenso de la inversión residencial y obra pública en Alemania, cuya tendencia negativa en los últimos 30 años lleva a pensar en un ajuste de carácter más estructural. En los dos últimos años, la inversión en construcción sobre PIB de la UEM ha frenado algo su

caída, porque los malos datos de construcción en Alemania se han visto contrarrestados por el boom experimentado en países como España. La inversión en otros productos ha mantenido una tendencia creciente durante todos estos años, pero apenas supone un 2% del PIB. Asimismo, la inversión en Tecnología de la Información y Comunicaciones (TIC) ha seguido creciendo a más ritmo que el conjunto de la inversión en equipo y otros en los últimos años, aumentando por tanto su proporción sobre el total y la tasa de depreciación media de ésta.

Un análisis más pormenorizado de los determinantes de la inversión permite identificar las causas de este retraso en la recuperación de la inversión, así como anticipar que se dan las condiciones para que este *gap* se vaya cerrando en los próximos trimestres.

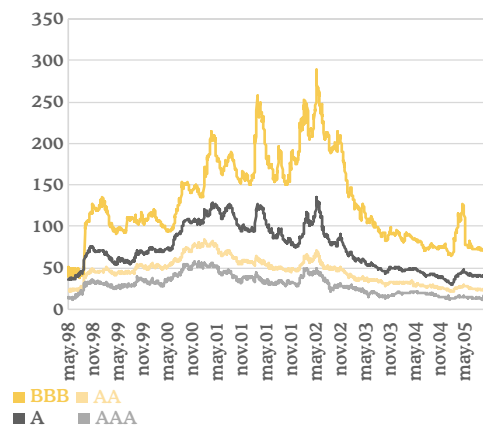
Las empresas adoptan sus decisiones de inversión comparando los beneficios esperados de invertir en nuevo capital (o reponer el ya existente) con el coste de oportunidad de adquirirlo y mantenerlo. En su decisión, por tanto, influyen desde las expectativas de demanda, a la evolución esperada de los costes laborales y no laborales, pasando por los costes de financiación o la rentabilidad de activos alternativos. Asimismo, la situación financiera de la empresa, en cuanto a solvencia, rentabilidad y endeudamiento, puede afectar significativamente a sus condiciones de crédito, especialmente en momentos de elevada incertidumbre. Así ocurrió, por ejemplo, en 2002 y 2003, cuando la combinación de una deuda creciente, descenso en la valoración bursátil, deterioro de los beneficios esperados, y problemas en el sector bancario de algunos países, endureció considerablemente las condiciones de crédito de las empresas en la UEM. Esta situación, sin embargo, ha mejorado notablemente en los últimos años. Las empresas han saneado sus balances y mejorado significativamente sus ratios de endeudamiento. En un entorno de tipos de interés reales en mínimos en todos los tramos de la curva, los *spreads* de bonos corporativos, tanto los de empresas de elevada calidad crediticia como los de bonos de alto rendimiento, se mantienen en niveles relativamente moderados. La laxitud monetaria se ha transmitido también a los tipos bancarios, en un contexto en el que los bancos han estado relajando sus condiciones de crédito, no sólo vía reducción de márgenes, sino también mediante la ampliación de plazos, o relajando los requisitos de colateral. Actualmente, los préstamos bancarios a empresas están creciendo a un 7% interanual en la UEM, tasas no registradas desde finales de 2001. Además, en aquellos países donde el crédito a empresas crece menos, como Alemania, parece que obedece más a motivos de demanda que a restricciones de oferta. Por su parte, el coste de capital, aproximado por un modelo de dividendos descontados, también se está moderando. Sin llegar a los mínimos de finales de los 90, se sitúa ya por debajo del promedio de los últimos 15 años. En definitiva, el acceso a financiación externa ha mejorado sustancialmente en los últimos años, en un entorno en el que los fondos externos cobran cada vez más relevancia en la financiación de los proyectos de inversión.

Pero no sólo ha mejorado la accesibilidad de las empresas a fondos externos. También están aumentando los fondos propios y/o los beneficios, merced a unos márgenes muy favorables, en un contexto de costes laborales moderados y ganancias de eficiencia. Únicamente la evolución del precio del petróleo parece representar un foco de incertidumbre. Sin embargo, las empresas se han mostrado reticentes a invertir. Su percepción de la capacidad utilizada es todavía moderada (en torno al promedio histórico) y no han sentido la necesidad apremiante de incurrir en nuevos proyectos de inversión. La clave parece estar en sus expectativas de demanda, que siguen siendo muy moderadas. Las diversas "recuperaciones" frustradas de la economía europea en los últimos años ha llevado a los empresarios europeos a ser especialmente cautelosos.

En lugar de invertir, las empresas alemanas, por ejemplo, optaron en 2004 por utilizar el incremento en los beneficios no distribuidos para

Gráfico 2.9.

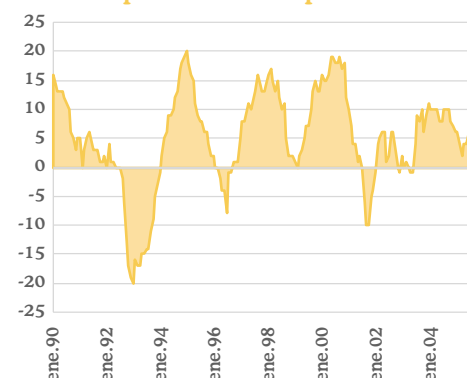
UEM: spread corporativo



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2.10.

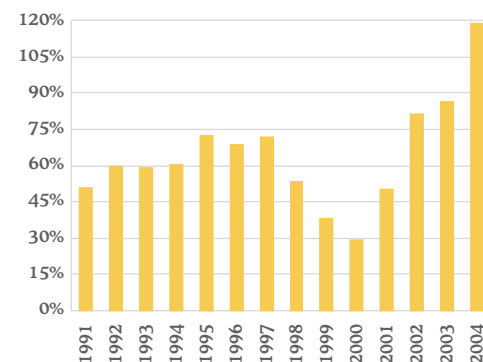
UEM: expectativas de producción



Fuente: Comisión Europea

Gráfico 2.11.

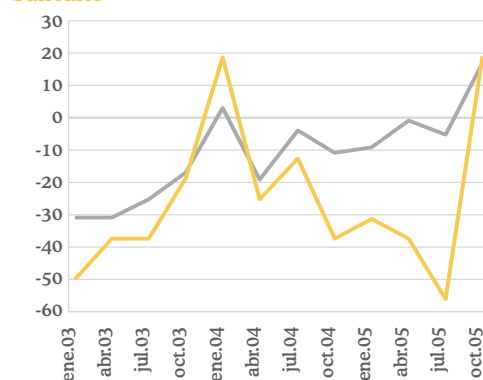
Alemania: ratio de financiación interna en empresas no financieras



Fuente: Bundesbank

Gráfico 2.12.

Demanda de crédito de las empresas
Porcentajes netos de la encuesta de crédito bancario



Fuente: Bundesbank y BCE

Gráfico 2.13.

UEM: empleo e indicador

En tasa interanual

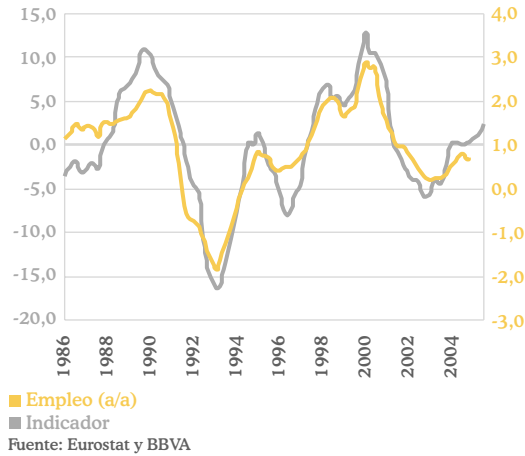


Gráfico 2.14.

Alemania: consumo privado y renta disponible de los hogares

En tasa interanual

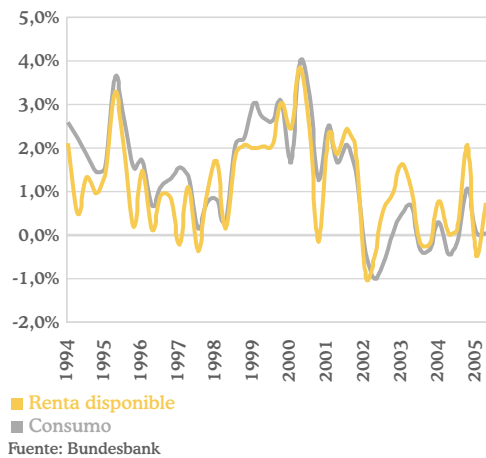
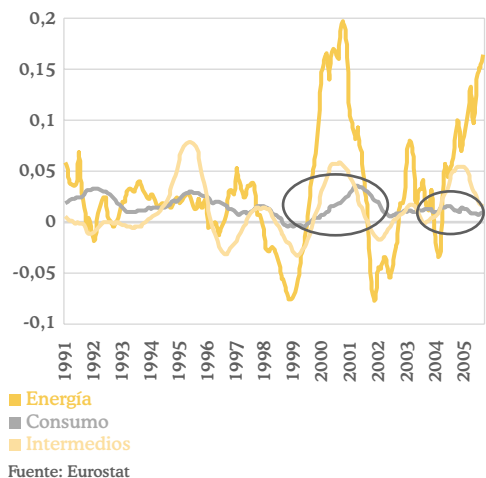


Gráfico 2.15.

UEM: precios de producción

En tasa interanual



cancelar deuda y, sólo en una muy pequeña parte, para financiar inversión en maquinaria, equipo, inmuebles e inventarios. Así, por primera desde 1991, las empresas productivas alemanas no demandaron en neto fondos externos, sino que se financiaron exclusivamente con fondos internos. Es más, redujeron su adquisición neta de activos financieros en 23.000 millones euros. Un cambio de tal magnitud no se producía desde hace 15 años.

Sin embargo, parece que las cosas están cambiando. Las expectativas de producción están mejorando y en algunos sectores, como en el de bienes de inversión, la capacidad utilizada se sitúa ya por encima del promedio histórico. Destaca, por ejemplo, el dinamismo de la producción de bienes de equipo y maquinaria, y de instrumentos médicos y ópticos. La demanda de crédito de las empresas, según las últimas encuestas, también está aumentado, incluso en Alemania. Parece que se pueden estar dando ya las condiciones para una aceleración definitiva de la inversión hacia tasas del 4% en 2006 y 2007.

El empleo impulsará el consumo

Otro indicio de la revitalización de la actividad es el renovado dinamismo del empleo, que está registrando un moderado repunte, especialmente en el sector servicios. Los indicadores elaborados a partir de las encuestas empresariales sugieren la continuidad de este repunte, que se puede ampliar a otros sectores. El impulso del empleo contribuirá a un comportamiento más dinámico de la renta disponible, cuyo moderado crecimiento en los últimos años (en torno al 1% en términos reales) explica la relativa debilidad del consumo privado.

En este sentido, las propuestas que se están haciendo en algunos países, como Alemania, de impulsar el consumo vía incrementos de los salarios reales parecen poco acertadas. La evolución de los salarios debe reflejar los aumentos de la productividad y la relación entre oferta y demanda de trabajo. Además, distintas estimaciones sugieren que el porcentaje del aumento del salario que se destinaría a consumo interior (descontando la parte impositiva, la demanda de bienes importados, y la parte destinada a ahorro) se vería más que compensada por el impacto negativo en términos de empleo². Adicionalmente la economía se resentiría por la pérdida de competitividad. Parece más sostenible mantener un modelo de crecimiento basado en ganancias de competitividad, que terminen traducándose en aumento del empleo, que posteriormente se trasladaría a consumo.

La evolución de la riqueza es otro factor de apoyo para el consumo privado en la UEM. Según los datos de cuentas financieras, las familias europeas tienen aproximadamente el 30% de su riqueza financiera en activos bursátiles, y el índice Eurostoxx 50 se ha revalorizado un 15% en lo que va de año. Pero la mayor parte de la riqueza de los hogares son activos reales y, fundamentalmente, activos inmobiliarios, que también están experimentando una revalorización apreciable, especialmente en algunos países. Además, las perspectivas de precios de la vivienda para los próximos años son favorables, dada la paulatina recuperación del empleo y el mantenimiento de unas condiciones financieras bastante propicias, un factor que cada vez tiene más relevancia a la hora de explicar la evolución de los precios inmobiliarios en la zona euro (véase recuadro). En un escenario de incremento del empleo, favorable evolución de la riqueza y mejora de las perspectivas de las familias cabe esperar que el consumo se acelere hacia el 2% en los próximos dos años.

BCE, que viene el lobo

Ante la mejora de los indicadores de actividad y el aumento de la inflación en la UEM derivada del incremento de los precios energéticos, el

² Distintas estimaciones muestran que cada incremento de un punto porcentual en los salarios reales provoca una reducción del empleo de aproximadamente el mismo nivel. Véase "Higher collective wages. Not the right tool to boost domestic demand" Deutsche Bank Research, October 27 2005.

BCE ha ido paulatinamente acentuando su retórica antiinflacionista. La autoridad monetaria trata de evitar que los aumentos actuales de precios se transmitan a salarios en las rondas de negociaciones que se avecinan. Pero es consciente de que para controlar las expectativas de inflación no basta con amenazar con subidas. Además, se encuentra bastante incómodo con el elevado grado de relajación monetaria que existe en la UEM. Por ello, en un entorno en el que la recuperación parece más firme, ha anunciado que va a empezar a mover los tipos al alza. Ello no implica, sin embargo, que se vaya a iniciar un ciclo agresivo de subidas de tipos. Más bien lo contrario, todo apunta a que los movimientos serán graduales. Un análisis detallado de los riesgos inflacionistas³ muestra que éstos no son en absoluto inminentes, y que queda margen, por tanto, para asegurarse de la solidez de la recuperación durante el proceso de normalización de tipos. La experiencia reciente, con varias recuperaciones "frustradas" en los últimos años, justifica cierta cautela por parte del banco emisor, que no querrá ser responsable de un nuevo freno en la situación cíclica. Una cautela que se puede permitir a la vista de la evolución de distintos indicadores de precios (importación, producción, componentes del IPC), de salarios, de demanda y de expectativas, ninguno de los cuales reflejan tensiones inflacionistas que puedan considerarse alarmantes. Además, en un entorno en el que el *output-gap* no se hará positivo hasta 2007 y de creciente globalización, cabe esperar que las tensiones inflacionistas sean limitadas. Así, se prevé que la inflación de la UEM se sitúe en el 2,0% en 2006 y se modere hasta el 1,9% en 2007. Todo ello teniendo en cuenta que este 1,9% incorpora el aumento de 3 puntos previsto en el IVA alemán en 2007. Sin este efecto la inflación sería 3 décimas menor. Los indicadores más preocupantes son los monetarios y financieros, pero la relación entre la M3 y los precios se ha visto alterada en los últimos años por varios factores, lo que no impide que su evolución continúe siendo muy seguida de cerca por el banco emisor.

En este escenario cabe esperar que las condiciones monetarias en la UEM se mantengan relativamente acomodaticias en los próximos meses. Las subidas serán graduales, situando los tipos oficiales en el 2,75% a finales de 2006 y en el 3,5% a finales de 2007. Los tipos de interés a 10 años, en consonancia con las expectativas de política monetaria y los factores internacionales que están limitando el recorrido al alza de los tipos de interés a nivel global, aumentarán moderadamente para cerrar 2006 en el 4,0% y el 4,3% en 2007.

Los riesgos: petróleo, ajuste brusco en EE.UU., y freno en la confianza

El escenario de crecimiento anteriormente descrito tiene riesgos a la baja. En primer lugar, el precio del petróleo, dado el actual estrecho diferencial entre oferta y demanda en el mercado, se muestra vulnerable a cualquier choque. Por ejemplo, de materializarse un aumento del riesgo geopolítico, podría situarse en niveles más elevados de lo previsto.

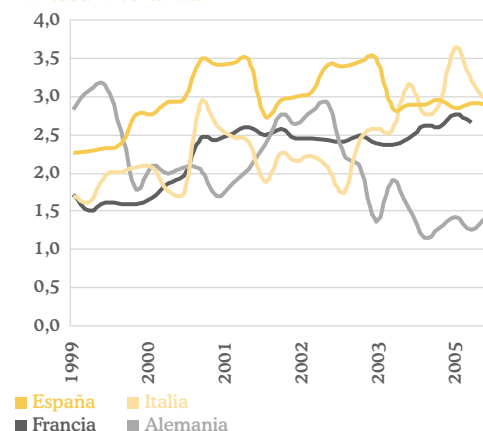
Un aumento del precio del petróleo afecta a las economías por varias vías. En primer lugar, genera en la economía mundial un descenso de la demanda, ya que los países importadores de petróleo suelen tener una propensión más alta a consumir que los exportadores netos, y la demanda de éstos, además, cabe esperar que se ajuste gradualmente al aumento de ingresos. En segundo lugar representa un encarecimiento del coste de producción de las empresas, que puede afectar a sus expectativas de beneficios y proyectos de inversión. En tercer lugar incide en la inflación, directamente a través de los precios energéticos, pero también indirectamente, en mayor magnitud cuanto más intenten compensar los consumidores su descenso de la renta real vía aumentos salariales y más intenten los empresarios restituir sus márgenes de beneficios. En cuarto lugar, un aumento del precio del petróleo, en la medida en que

³ Para un análisis en profundidad véase: "Inflation in the EMU: Upward Risks", *EuropaWatch*, nov. 2005.

Gráfico 2.16.

Salarios negociados

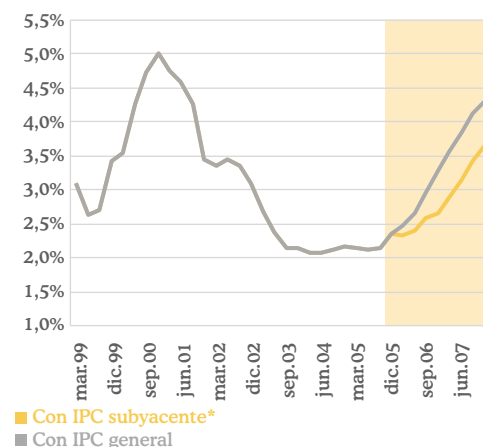
En tasa interanual



Fuente: Institutos de Estadísticas Nacionales y Bancos Centrales

Gráfico 2.17.

UEM: tipos de 3 meses según la regla de Taylor



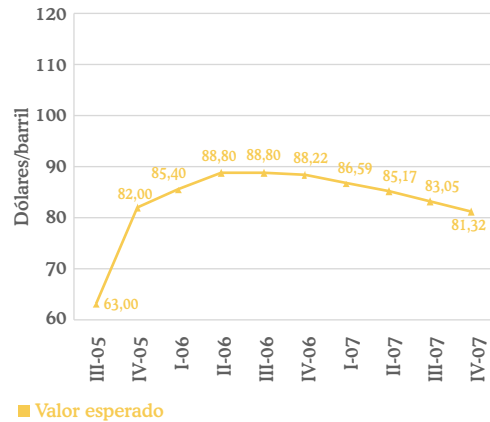
* Se asume, además, que se descuenta el efecto del aumento del IVA alemán en 2007 y que el BCE mantiene una actitud de cautela en los primeros trimestres por los riesgos a la baja sobre el crecimiento.

Fuente: BBVA

Gráfico 2.18.

Precio del petróleo (Brent)

Escenario de riesgo



Fuente: BBVA

afecta a las expectativas de crecimiento, inflación y beneficios, también puede influir sobre los mercados financieros mundiales, adicionalmente impactados por la forma en que los países exportadores netos coloquen su ahorro. Todo ello sin olvidar que el efecto negativo sobre la actividad puede verse acentuado por el impacto sobre la confianza de los agentes, sobre todo en los países importadores netos, como la UEM, donde el incremento del precio de petróleo supone una pérdida de poder adquisitivo frente a los países exportadores.

Los modelos macroeconómicos indican que un aumento del precio del petróleo del 50% tiene un impacto de en torno a 5 décimas a la baja en el crecimiento de la UEM y al alza en su inflación durante el primer año, y de en torno a 1 y 2 décimas en los dos años siguientes⁴. No obstante, estos modelos muestran el impacto histórico medio, cuando hay indicios de que éste podría haber cambiado en los últimos años. No tienen en cuenta, por ejemplo, que el impacto negativo de oferta vía mayores costes de producción sería menor que en el pasado por el aumento de la eficiencia energética en la UEM. Asimismo, el canal salarial también parece que se ha debilitado, en un entorno de baja inflación, globalización y liberalización de los mercados y mayor credibilidad de la política monetaria. Por otro lado, estos modelos no incorporan todos los canales de transmisión, como el financiero, o el de confianzas (véase recuadro: "Petróleo y canal de expectativas"). Al ser modelos lineales, tampoco consideran el posible efecto de nivel, o que se alcance un precio "umbral" a partir del cual determinadas producciones y/o inversiones no resulten rentables. Ni tienen en cuenta que el impacto sobre la inflación y la actividad de un incremento del precio del petróleo puede variar en función del momento cíclico en que se encuentre la economía.

Teniendo en cuenta todas estas limitaciones, se estima que en un escenario en el que precio del Brent aumentara hasta los 80-90\$ barril en 2006, que produjera como consecuencia cierta desaceleración del crecimiento mundial y de las transacciones internacionales, la economía europea crecería solo ligeramente por encima del 1% en 2006 y 2007. La inflación, a su vez, se situaría por encima del 2,5%, pero las limitadas presiones de demanda y la dudas sobre el impacto sobre confianza llevarían a mantener la política monetaria en un tono relativamente acomodaticio.

Ahora bien, si el aumento del precio del petróleo desencadena una corrección de las expectativas en países como EE.UU., donde las familias se encuentran significativamente endeudadas, el impacto sobre la economía mundial y sobre la actividad de la UEM, en particular, sería más severo. Una caída de la confianza en EE.UU., bien sea por la evolución del petróleo o por otro factor, puede llevar a una reducción de la demanda de activos como la vivienda, dando lugar a un descenso de la riqueza inmobiliaria y a una corrección del consumo. En este escenario de riesgo la desaceleración de EE.UU. no sólo tendría lugar antes de lo previsto, sino que sería más pronunciada y duradera. La Reserva Federal, que inicialmente habría aumentado los tipos de interés para frenar las expectativas de inflación, podría empezar a bajar antes de que finalizara 2006, en tanto que el tipo de cambio del dólar tendería a depreciarse hacia el rango 1,25-1,33. En este contexto, de crecimiento mundial mucho menor, de tipo de cambio del euro más apreciado y altos precios del petróleo, la economía europea, pese a no acumular desequilibrios significativos, crecería por debajo del 1% en 2006 y 2007.

Finalmente existe la posibilidad de que, aunque no se produzcan aumentos adicionales del precio del petróleo, ni una corrección brusca de los desequilibrios en EE.UU., se frustre de nuevo la recuperación cíclica de la economía europea. Los problemas institucionales del área, en un entorno de escasa flexibilidad, o la aparición de nuevos focos de incertidumbre en el ámbito político o sanitario, pueden frenar el repunte de las expectativas de los agentes y retraer la recuperación sostenida de la demanda interna.

⁴ Véase "Oil prices and the euro area economy" ECB Monthly Bulletin, november 2004.

Petróleo y canal de expectativas

Uno de los principales riesgos de la actual recuperación cíclica en la UEM es la evolución del precio del petróleo. La teoría económica y numerosos estudios empíricos han evaluado los efectos directos de un fuerte encarecimiento del petróleo sobre la actividad y los precios en la UEM. Pero la mayoría de estos análisis no tienen en cuenta el deterioro adicional que se podría producir a través del canal de expectativas.

Una de las claves de la actual fase cíclica de la UEM es que se consolide la recuperación en Alemania. Dado que el indicador de clima empresarial de referencia, no solo en Alemania sino también en la UEM, es el IFO, resulta interesante evaluar como el petróleo puede afectar a la confianza de los empresarios medido por este indicador. El IFO es un indicador cualitativo dirigido a directivos y empresarios de la mayoría de sectores de la economía alemana, que valora la situación actual y las expectativas de su negocio, así como la evolución de la economía en general con una perspectiva de seis meses.

A la hora de valorar las expectativas futuras de negocio y de la economía, se supone que los agentes consultados tienen en consideración las expectativas de crecimiento, el tipo de cambio \$/euro (dada la importancia de las exportaciones de la economía alemana), la evolución del mercado bursátil, que recoge las expectativas de beneficios (DAX index), y el precio de las materias primas (el precio petróleo en \$/barril). Una especificación econométrica del proceso de formación de expectativas de los empresarios alemanes explicaría los cambios en el IFO en función de los cambios en estos determinantes. Su expresión es la siguiente:

$$\Delta \text{IFO}_t = \omega(L) \Delta P^{\text{oil}}_t + \beta(L) \Delta e_t + \alpha(L) \Delta \text{spread}_t + \gamma(L) \Delta \text{Stock}_t + N_t \quad (1)$$

donde el spread_t , la pendiente de la curva de tipos de interés (10 años – 3 meses), se utiliza como proxy de las expectativas de crecimiento. P^{oil}_t es el precio del petróleo, e_t el tipo de cambio y Stock_t la bolsa. $\Delta=(1-L)$ es el operador de diferencias, y $\omega(L)$, $\beta(L)$, $\alpha(L)$ y $\gamma(L)$ son polinomios de retardos que recogen las respuestas del IFO a los distintos factores en el tiempo. Cabe señalar que se ha contrastado la ausencia de correlación entre las variables explicativas y, en particular, entre la variación de la bolsa y el spread. Por último, hay que tener en cuenta que la confianza de los empresarios depende, además, de acontecimientos políticos y otros fenómenos puntuales (conflictos bélicos, desastres naturales,...) difíciles de cuantificar y/o especificar en cualquier modelo estadístico, y que recogemos con el término de perturbación estacionaria estocástica N_t .

La especificación y estimación del modelo

Los resultados de la especificación y estimación de la ecuación (1) se presentan en el cuadro 1. Se puede apreciar que todas las variables son significativas y afectan con un desfase de al menos un mes al IFO, salvo la bolsa que tiene un impacto contemporáneo. Es posible que parte de la explicación a estos desfases sea debido a la propia metodología de elaboración de la encuesta.

Debido a que se estima la relación entre variables de expectativas, se podría temer un efecto de retroalimentación del IFO y la pendiente de la curva o/y la bolsa. Sin embargo, el test de causalidad de Granger rechaza dicha hipótesis para ambas variables (véase cuadro 2).

Cuadro 1. Variable dependiente: IFO

Período muestral: Ene. 1991- Oct. 2005

	Retardo	Coficiente
Precio del Petróleo: $(\omega_1 L)$		
ω_1	-1	-1,58 (-1,8)
Tipo de cambio: $(\beta_1 L + \beta_4 L^4)$		
β_1	-1	-9,88 (-3,4)
β_4	-4	-14,91 (-4,5)
Spread: $\alpha_2 L^2 / (1 - \delta_1 L)$		
α_2	-2	0,61 (2,4)
δ_1		0,81 (7,6)
Bolsa: $\gamma_0 / (1 - \delta_2 L)$		
γ_0	0	3,42 (3,4)
δ_2		0,68 (4,1)
$N_t = 1 / (1 - \phi_3 L^3)$		
ϕ_3	-3	0,46 (6,5)

T-valor entre paréntesis
Fuente: BBVA

Cuadro 2.

Hipótesis nula:	Obs	Estadístico F	Probabilidad
Δ IFO no causa en sentido de Granger Δ Spread	177	1,140	0,312
Δ Spread no causa en sentido de Granger Δ IFO		2,280	0,049
Δ IFO no causa en sentido de Granger Δ Stock	177	0,906	0,479
Δ Stock no causa en sentido de Granger Δ IFO		2,112	0,066

Fuente: BBVA

Del análisis de los impactos que cada variable tiene sobre el IFO, se puede concluir que el precio del petróleo tiene un impacto moderado, siendo la pendiente de la curva y el tipo de cambio las variables económicas que influyen en mayor medida. Así, la pendiente impacta en el IFO al cabo de dos meses y sus efectos perduran en el tiempo, acumulando una ganancia de largo plazo de 3,4 puntos por cada 100 puntos básicos de variación de la misma. A continuación le sigue en importancia el tipo de cambio, con un impacto negativo de 2,5 puntos por cada 10% de apreciación. La evolución de la bolsa se sitúa en tercer lugar, con una repercusión de 1 punto por cada 10% de variación. Por último, el efecto del petróleo en el IFO es el más reducido, estimándose en aproximadamente 0,2 puntos por cada 10% de variación en la cotización de esta materia prima.

En definitiva, una subida del precio del petróleo tiene un efecto directo y negativo limitado sobre el nivel de confianza de los empresarios, mientras que el deterioro en las expectativas de crecimiento y la apreciación del tipo de cambio tienen consecuencias negativas de mayor alcance. No obstante, el impacto indirecto puede ser mayor en la medida en que un shock alcista del crudo incida en las expectativas de crecimiento y en la bolsa. En este caso y dado el contexto actual de cautela empresarial para iniciar nuevos proyectos de inversión, una nueva escalada del petróleo puede frustrar la reactivación de la inversión en la UEM, y con ello, la consolidación de la recuperación de la demanda interna en el área.

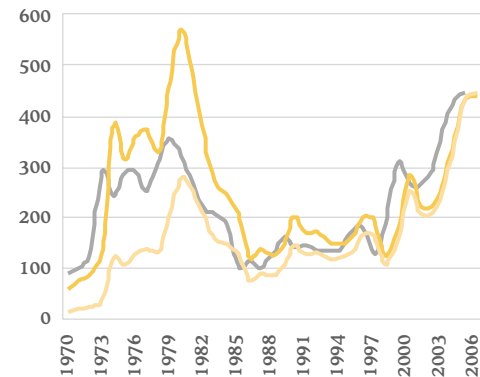
¿Dónde van los ingresos petroleros?

Un aumento permanente del precio del petróleo supone una transferencia de renta de los países importadores a los países exportadores/productores de crudo. La UEM, por tanto, como importadora neta, sale claramente perjudicada por la evolución al alza del precio del petróleo. Ahora bien, la forma en que utilicen los países petroleros el aumento de sus ingresos no es indiferente para el resto del mundo, en la medida en que puede afectar a las condiciones macroeconómicas y financieras mundiales, e incluso ejercer, en algunos casos, cierto efecto compensador sobre el crecimiento de los países no exportadores.

El precio del Brent ha pasado de cotizar a 11 dólares el barril en 1999 a superar los niveles de 60 dólares en el tercer trimestre de 2005. Según estimaciones de la EIA, los países de la OPEP, Rusia y Noruega, que concentran, en conjunto, más del 70% de las exportaciones de petróleo mundial, ingresarán por este concepto 580 mil millones de dólares en 2005, más de un 20% más de lo que ingresaron en 2004, y más del doble de los ingresos en 2002. En dólares constantes de 2005¹, los ingresos de la OPEP este año sólo serán superados por los obtenidos en los años 79, 80 y 81. En términos de capacidad adquisitiva de bienes en el comercio internacional, los países de la OPEP se situarán en máximos de los últimos 35 años² (ver gráfico).

OPEP: ingresos por petróleo

En miles de millones de dólares



■ Deflactado con IVU mundial
■ Deflactado con deflactor del PIB
■ En nominal

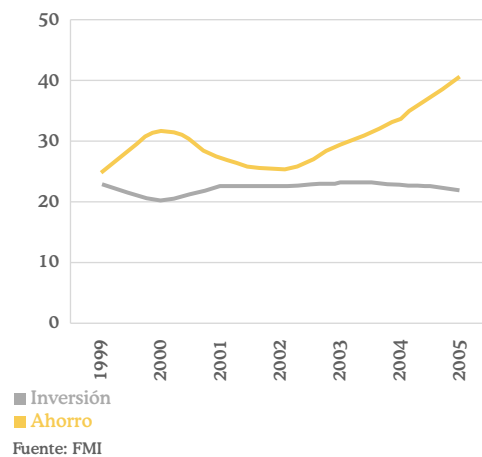
Fuente: OPEP, BEA y FMI

El destino que los distintos países exportadores dan a los ingresos petroleros difiere tanto como sus distintas estructuras económicas y políticas. Pero en todos los casos se observa en los últimos años un elevado dinamismo de la demanda interna, un incremento de las importaciones, una mejora de la situación fiscal, un aumento de las balanzas por cuenta corriente, un significativo incremento de la adquisición de activos financieros extranjeros y una importante acumulación de reservas. Es decir, como cabría esperar, están destinando parte a gasto y parte a ahorro, con la particularidad de que la parte destinada a gasto es probable que aumente en los próximos años, al responder con algo más de

retardo al incremento inesperado de ingresos. Según estimaciones del FMI³, los países exportadores han tendido a gastar en importaciones un tercio de los ingresos durante el primer año y un 75% al cabo de tres años. Ahora bien, en un entorno en el que se impone cada vez más en los países exportadores una gestión prudente del excedente petrolero, esta cifra puede variar en función de factores como la situación cíclica y la capacidad de absorción de la economía. El aumento de ingresos es muy significativo en términos de PIB (el 6%, en el caso de la OPEP) y, entre otras cosas, hay que valorar hasta qué punto puede ser permanente.

Países exportadores de petróleo, ahorro e inversión

En porcentaje del PIB



■ Inversión
■ Ahorro

Fuente: FMI

Fuerte incremento del ahorro

Por el momento, lo que ha aumentado de forma muy significativa es la capacidad de financiación de estos países al resto del mundo, resultado de un importante aumento de su ahorro en términos de PIB, combinado con una inversión sobre PIB relativamente estable. Su "exceso" de ahorro se ha dirigido, en parte, a depósitos del sistema bancario internacional, tal y como sucedió en el pasado, pero en mucho menor medida que entonces. Así se desprende de los datos del BIS, que muestran en los últimos años un flujo importante de los países exportadores (especialmente de Rusia) hacia depósitos, aunque inferior, en proporción de los ingresos por petróleo, a los registrados en los setenta, y más recientemente, en el repunte de 2000.

Actualmente se observa más diversificación en la inversión financiera de los países exportadores, con mayor presencia de los activos de renta fija y variable. Por ejemplo, los datos de TIC de EE.UU. muestran que la tenencia de bonos del tesoro americano de estos países aumentó de forma notable en 2004, aunque se ha frenado desde comienzos de 2005. También existen indicios de que los países exportadores podrían estar invirtiendo en activos refugio como el oro, contribuyendo así a la escalada de su precio en los últimos meses. Además de mayor diversificación en

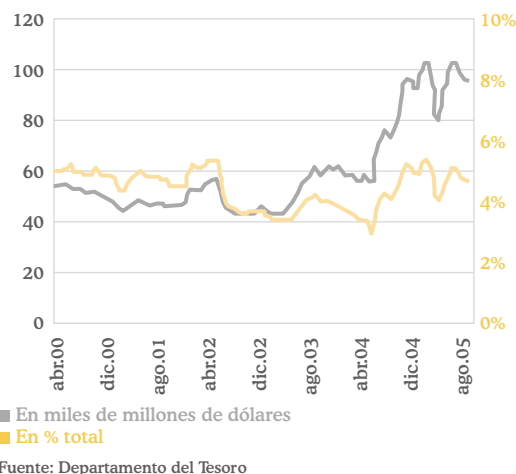
¹ Corrigiendo con el deflactor del PIB de EE.UU.

² Deflactando con el índice de valor unitario del comercio mundial, a partir de datos del FMI.

³ Véase "The impact of Higher Oil Prices on the Global Economy", December 2000, IMF Research Department

el tipo de activo adquirido, también se observa una mayor diversificación que en los setenta en la moneda de denominación de los activos, y en concreto de los depósitos, con el euro y el yen ganando algo de peso frente a la preeminencia del dólar⁴.

Tendencia de treasuries: OPEP y Noruega



En definitiva, los países exportadores parece que ya no se limitan a colocar su excedente petrolero en depósitos en dólares, sino que optan por una mayor diversificación. Su aumento de ahorro está ayudando a financiar los desequilibrios de ahorro-inversión en economías como EE.UU. y contribuyendo a mantener relativamente bajos los tipos de interés reales mundiales. No obstante, esta situación de mantenimiento, e incluso ampliación, de los desequilibrios financieros en el escenario internacional alimenta el temor a que, a medio plazo, se pueda producir un ajuste brusco. En término de divisas, los ingresos petroleros pueden contribuir a reforzar al euro como moneda internacional.

Paulatino aumento del gasto

Los ingresos petroleros también están contribuyendo a mejorar la situación fiscal de los países exportadores, e incluso en algunos casos se están utilizando para cancelar deuda. Aunque la mejora no es de la misma magnitud en todos los países, en general se observa que la utilización que en esta ocasión están haciendo los gobiernos de los fondos es más equilibrada que en los setenta, sin impulsar un gasto público tan elevado como el de entonces. Los gobiernos parecen haber aprendido la lección: para evitar oscilaciones cíclicas demasiado bruscas hay que descartar incrementos insostenibles del gasto público.

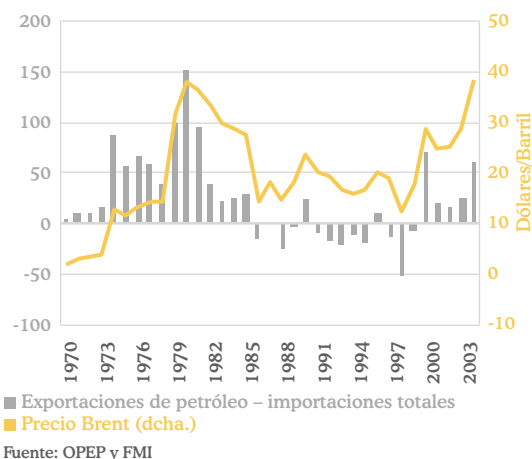
Ello no impide que el importante aumento de ingresos petroleros esté sirviendo de estímulo a la demanda interna de los países exportadores, como se refleja en la aceleración del crecimiento al crédito al sector privado de estos países o su mayor inflación, que aunque no comparable a la escalada de los setenta, contrasta con lo que se está observan-

⁴ Este movimiento está en línea con la tendencia de los países emergentes a aumentar el peso del euro en sus reservas en detrimento del dólar.

do a nivel global. El crecimiento de las importaciones también está siendo muy significativo. De hecho, la diferencia entre ingresos petroleros e importaciones en dólares corrientes es muy inferior a la registrada en los 70, e incluso más baja que la de principios de 2000 (ver gráfico). Un incremento que no parece obedecer exclusivamente a un efecto precio. En 2004, el volumen de importaciones de bienes de los países exportadores de petróleo crecieron en torno a un 15%, cinco puntos más que el comercio mundial de bienes, y se prevé que esta diferencia se amplíe en 2005.

OPEP: exportaciones de petróleo menos importaciones totales

En mM de dólares



El aumento de la demanda de importaciones, una oportunidad para la UEM

Las importaciones de los países exportadores de petróleo proceden, en un porcentaje no desdeñable, de países de la UEM. Por ejemplo, para Rusia y Noruega, las importaciones procedentes de la zona euro representan en torno a un 35% de sus importaciones totales. Asimismo, el 25% de las importaciones de la OPEP tienen su origen en países de la zona euro. Una cuota, además, que no se ha deteriorado en los últimos años, como le ha ocurrido a otros países, como EE.UU., cuya posición competitiva se ha visto perjudicada por la pujante presión exportadora de naciones como China. En efecto, la cuota de exportación de la UEM a la OPEP se ha mantenido más o menos constante en los últimos años, mientras que respecto a Rusia ha aumentado. La aproximación de Rusia a la Unión Europea en los últimos años se ha

Importaciones de países petroleros por origen

	OPEP			Rusia			Noruega		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004	1998	2001	2004
UEM	25,3	23,5	25,4	30,6	34,1	34,9	38,0	36,3	36,6
EE.UU.	14,8	11,9	8,4	9,4	8,7	4,6	7,6	6,8	4,9
Asia*	19,4	22,3	25,6	8,2	10,2	13,4	6,2	7,6	9,5
China	3,5	4,5	6,9	2,7	4,3	6,8	2,3	3,1	5,0

*Asia incluye Japón y China
Fuente: FMI

traducido en un incremento de los lazos políticos, económicos y financieros entre ambas zonas.

Alemania es el país de la zona euro que más exporta a los países exportadores de petróleo y uno de los que, por tanto, más se beneficia de su mayor demanda de importaciones. No hay que olvidar que se trata de países, además, que demandan fundamentalmente maquinaria y bienes de equipo, que es lo que caracteriza a las exportaciones alemanas. No obstante, en lo que va de año, también se está produciendo incrementos significativos en las exportaciones a estos países de otros países europeos, como Italia o España.

En definitiva, el incremento de demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo puede beneficiar a los países europeos, que parecen bien situados competitivamente en este mercado, especialmente en Rusia. La mayor demanda de importaciones por parte de estos países, además, puede acentuarse en los próximos años, habida cuenta del retardo con el que se suele trasladar al gasto el aumento de ingresos. Sin embargo, cabe recordar que las exportaciones a países petroleros representan un

porcentaje relativamente pequeño del total de las exportaciones de los países de la UEM (poco más del 5% del total, algo más del 10% de las extra-UEM). Además, su impacto dinamizador del comercio mundial también puede ser limitado, debido a su escaso peso sobre el total. En este sentido, la OMC ha expresado recientemente sus dudas sobre que la fortaleza importadora de estos países pueda contrarrestar la desaceleración en las importaciones de EE.UU. y los emergentes asiáticos, que también atribuye al impacto del aumento del precio del petróleo. Así, en su último informe, anticipa una desaceleración del comercio mundial en 2005 hasta el 6% desde el 9% de 2004.

En el terreno financiero, el ahorro de los países petroleros está favoreciendo un entorno de tipos reales mundiales bajos, más favorables al crecimiento. Pero su contribución al incremento de los desequilibrios en el escenario global puede entrañar riesgos a medio plazo, especialmente si, como cabe esperar, los países exportadores comienzan a reducir la proporción que destinan a ahorro de los ingresos petroleros. Los países que dependen ahora de su financiación tendrán que ir buscando fuentes alternativas.

Elena Nieto
enieto@grupobbva.com

3. España

En un contexto exterior europeo de recuperación cíclica y con expectativas de inflación ancladas en ausencia de efectos de segunda ronda de los mayores costes energéticos, los tipos de interés vigentes en el conjunto de la UEM mantendrán su carácter expansivo para la economía española. Además, la depreciación del euro frente al dólar registrada a lo largo de 2005 y la práctica estabilidad prevista en 2006 mantendrá el tono relajado del conjunto de condiciones monetarias en las que se desenvolverá la economía española en los próximos trimestres. Este contexto globalmente favorable coincidirá con la reversión del precio del petróleo, ante el impulso de la producción y la moderación, aunque leve, de la demanda global.

Las condiciones generales en las que se desenvolverá la actividad económica en España pueden considerarse como continuistas, lo que permitirá el mantenimiento del dinamismo en el gasto de empresas y familias. En este entorno, el crecimiento de la economía española se acercará en los próximos dos años a su tasa potencial, que se estima entre el 2,8% y el 3,0%¹. La composición del crecimiento se hará algo más equilibrada, con una menor contribución de la demanda nacional y un menor drenaje del sector exterior, en coherencia con el aumento del dinamismo en la UEM, unos costes laborales que iniciarán una senda de moderado ascenso que suavizará el aumento del empleo y unas condiciones de liquidez que seguirán siendo acomodaticias pero sin una holgura adicional a la ya registrada. En este escenario central se produciría también una corrección ordenada, paulatina, de los fuertes crecimientos registrados en los últimos años en los precios de la vivienda, el endeudamiento de los hogares y el desequilibrio exterior.

Este escenario globalmente favorable es el de mayor probabilidad, pero ello no descarta la posibilidad, relativamente reducida, de un escenario caracterizado por un menor crecimiento, un ajuste más o menos brusco e intenso de la actividad y el empleo. Una menor demanda externa, particularmente la procedente de la UEM, un *shock* adicional en los precios del petróleo o una subida de tipos de interés más intensa de la esperada en el escenario central, son acontecimientos ante los que la economía española presenta cierta vulnerabilidad dada la distribución geográfica de su comercio exterior, la relativamente baja eficiencia y alta dependencia energética y, finalmente, el elevado impulso que la intensa y prolongada caída de los tipos de interés ha supuesto sobre el gasto de los agentes económicos, y en particular, de los hogares. En

¹ BBVA, "Potential Growth in major EU economies", *EuropaWatch* July 2005.

Cuadro 3.1. España, PIB Base 2000

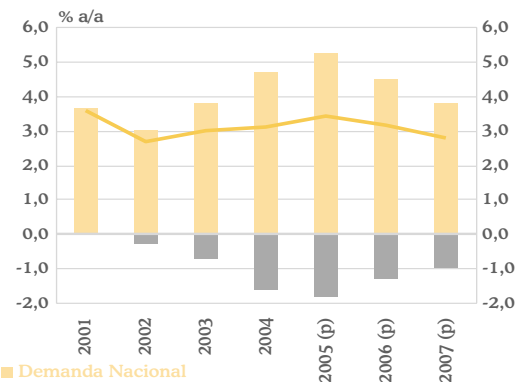
tasas a/a	1 tr05	2 tr05	3 tr05	4 tr05	1 tr06	2 tr06	3 tr06	4 tr06	2003	2004	2005	2006	2007
Consumo hogares	4,6	4,6	4,4	4,3	4,1	3,9	3,8	3,7	2,6	4,4	4,5	3,9	3,4
Consumo AA.PP.	5,4	4,3	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,8	6,0	4,7	4,5	4,5
FBCF	7,2	7,6	7,4	7,3	7,0	6,7	5,6	4,8	5,6	4,9	7,5	6,0	4,5
Equipo	10,0	10,4	8,7	8,0	8,1	7,8	7,1	7,0	2,5	3,7	9,3	7,5	6,0
Construcción	6,1	6,2	6,3	6,7	5,9	5,4	4,0	3,0	6,3	5,5	6,3	4,6	2,9
Otros productos	7,3	8,6	9,1	8,0	8,5	9,0	8,0	7,0	7,7	4,4	8,2	8,1	7,0
Var. existencias (*)	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	5,2	5,3	5,2	5,1	4,8	4,6	4,3	4,0	3,8	4,7	5,2	4,4	3,8
Exportaciones	-2,1	1,1	1,3	2,0	2,5	2,9	3,8	4,0	3,6	3,3	1,1	3,3	3,6
Importaciones	5,7	8,5	7,7	7,7	7,5	7,3	7,3	7,2	6,0	9,3	7,5	7,3	6,5
Saldo exterior (*)	-1,9	-1,9	-1,7	-1,8	-1,5	-1,4	-1,2	-1,1	-0,8	-1,6	-1,8	-1,3	-1,0
PIB pm	3,3	3,4	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	2,9	3,0	3,1	3,4	3,1	2,8

(*) Contribuciones al crecimiento

Fuente: INE y previsiones BBVA

Gráfico 3.1.

Crecimiento



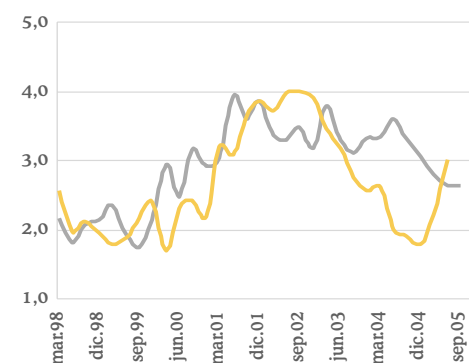
■ Demanda Nacional

■ Sector Exterior

Fuente: INE y BBVA

Gráfico 3.2.

Crecimiento salarial



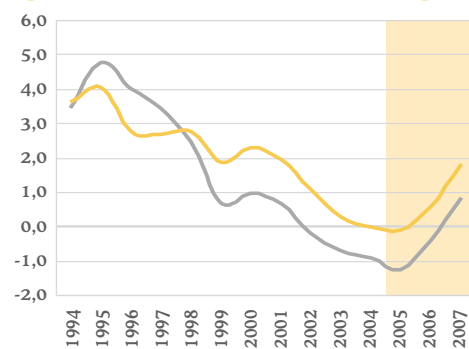
■ I. Coste Laboral, Coste Salarial Ordinario

■ Remuneración por asalariado, C. NaI.

Fuente: INE y BBVA

Gráfico 3.3.

Tipos de interés reales de corto plazo



■ UEM

■ España

Fuente: BBVA

Gráfico 3.4.

IA-BBVA

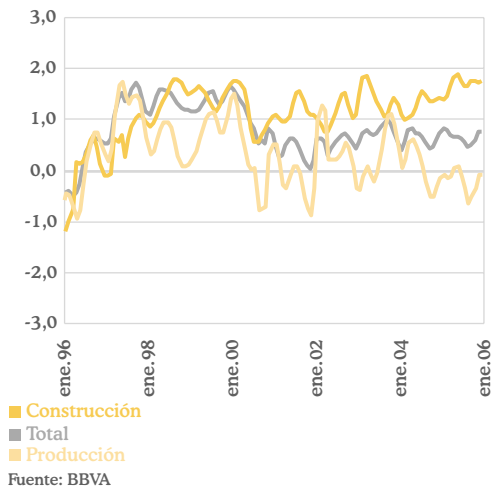


Gráfico 3.5.

Empleo

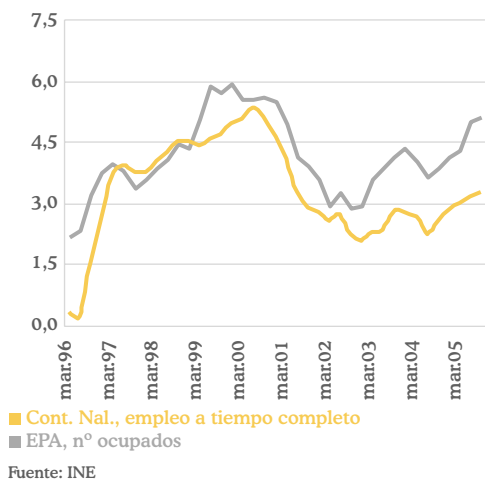
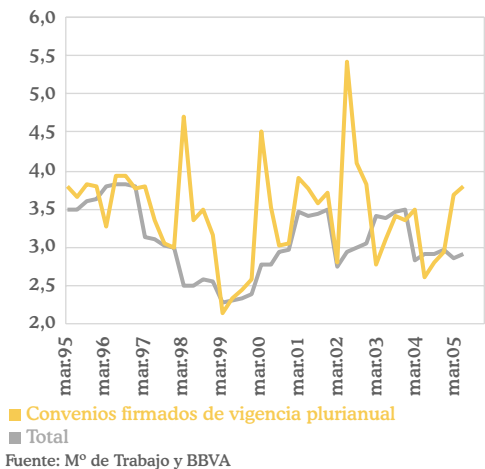


Gráfico 3.6.

Crecimiento salarial en Convenios Colectivos



cuanto a acontecimientos desfavorables de carácter doméstico, un aumento de las presiones salariales pondría en dificultades el modelo de crecimiento del empleo basado en la contención de costes laborales en un entorno de reducidos aumentos de la productividad.

Más construcción en 2005, menos en 2006-07

En lo que se refiere a la situación coyuntural de la economía española en el último cuatrimestre de 2005, el IA-BBVA² ha caído respecto a niveles previos como resultado, fundamentalmente, del deterioro de las variables representativas de la producción industrial. Por el contrario, el grupo de variables ligadas a la construcción ha elevado de nuevo su nivel, frenando el deterioro del conjunto del IA-BBVA. Entre los distintos indicadores coyunturales del sector de la construcción es especialmente destacable el repunte de los ligados a las expectativas de actividad empresarial, como cartera de pedidos o perspectivas de producción de vivienda y de obra pública. Esta expansión se refleja en la Contabilidad Nacional Trimestral, que muestra crecimientos interanuales cada vez más altos de la inversión en construcción desde comienzos de 2005 y que previsiblemente continuará en la parte final del año.

A más largo plazo, el sector de construcción residencial iniciará una paulatina moderación de sus ritmos de actividad ante el menor dinamismo de la demanda de los hogares³. La inversión en vivienda de los hogares se ha incrementado en los últimos años impulsada por el aumento de la renta disponible y la caída de los tipos de interés reales, lo que ha ampliado su capacidad de endeudamiento dadas unas perspectivas de tipos de interés permanentemente más bajos y con menor volatilidad que en la etapa previa a la entrada en la UEM. Pero los tipos reales repuntarán en los próximos trimestres tanto por el aumento de los tipos nominales como por la caída de la inflación, frenando la inversión residencial⁴ y el conjunto de la actividad en construcción. El gasto de inversión en construcción podría desacelerarse moderadamente en 2006 desde el 6,6% esperado en 2005 hasta el 5%, siendo en 2007 cuando se produzca una desaceleración más acusada hasta tasas de crecimiento real cercanas al 2%.

Consumo, empleo y salarios

Según los indicadores coyunturales del consumo de los hogares, se mantiene el perfil desacelerado de los de gasto en bienes, tanto en automóviles como en el conjunto de los recogidos por el Índice de Comercio Minorista. Sin embargo, el gasto en servicios, como reflejan por ejemplo las pernoctaciones hoteleras o el transporte aéreo de viajeros, mantiene una senda tendencial acelerada en el periodo disponible de 2005.

El gasto en consumo de los hogares crece a un ritmo anual real cercano al 4,5%, el mayor desde 2000, apoyado en el aumento del número de hogares, de la renta disponible por hogar y de su riqueza financiera e inmobiliaria. En los próximos trimestres se mantendrán aumentos del consumo cercanos al 4% dada la inercia de los factores mencionados, el crecimiento de la renta laboral y el carácter holgado de las condiciones financieras. Se estima que el empleo en términos de la Contabilidad Nacional crecerá en 2005 el 3,1%, la tasa más alta desde 2001, y se desacelerará en 2006 y 2007 hasta el 3,0% y 2,5% respectivamente. Ello sería consecuencia de la combinación del efecto positivo de un mayor impulso de la demanda externa sobre la actividad y del freno que supondrá el aumento previsto de los costes salariales. La remuneración por asalariado o los costes laborales unitarios no muestran por ahora tensiones relevantes, con variaciones que desde 1999 son infe-

² Refleja el estado de la economía española mediante el análisis de la información proporcionada por distintos indicadores de actividad, gasto, expectativas, construcción y empleo.

³ La vigente desaceleración de los precios de la vivienda es una señal de menor presión de la demanda residencial.

⁴ Para un mayor detalle, ver el artículo "Decisiones de gasto y crédito de los hogares españoles y tipos de interés".

riores a la inflación. Sin embargo, algunos indicadores salariales como el Índice Trimestral de Costes Laborales o las subidas negociadas en los convenios colectivos de vigencia plurianual (gráfico 3.6) están registrando repuntes en sus datos más recientes que, en el caso de los convenios, auguran un aumento en próximos trimestres de las subidas salariales negociadas. Ello, además, en un entorno de intensa caída de la tasa de paro (8,4% de los activos en el 3tr05, tres puntos menos que dos años antes⁵) al coincidir el elevado dinamismo del empleo, con tasas cercanas al 5% en los últimos trimestres, y una desaceleración de la población activa desde 2003. Este menor aumento de la actividad se produce tanto entre la población española como entre los extranjeros, lo que dadas las proyecciones oficiales de población elaboradas por el INE augura la moderación del choque positivo de oferta derivado del incremento de población.

En síntesis, se espera para los próximos años un encarecimiento del factor trabajo en un entorno de aumentos muy moderados de su productividad aparente, lo que contribuirá a frenar la oferta de empleo y, por lo tanto, las perspectivas de renta de los hogares y el aumento del consumo. El nivel de esta variable se sitúa en 2005 por encima de su senda de largo plazo, derivada de la evolución de sus fundamentales, renta y riqueza en manos de los hogares (gráfico 3.8), lo que añadido a la subida de tipos de interés reales en los próximos trimestres, hace previsible la desaceleración del gasto en consumo.

Más inversión con mayor peso de las importaciones

Un factor favorable para las perspectivas de la economía española en los próximos dos años es el mayor dinamismo previsto de la demanda interna del resto de la UEM, área a la que se dirige el 60% de las exportaciones de bienes y de la que llegan aproximadamente el 55% de los turistas. Además, las empresas se encuentran en general en una situación financiera globalmente positiva, como muestra por ejemplo la Central de Balances del Banco de España, que estima para el primer semestre de 2005 un diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste del pasivo de cuatro puntos porcentuales, cifra que supera el promedio de los últimos años. Con estos niveles de rentabilidad empresarial y un entorno de mejora de la demanda exterior, se estima que la inversión en equipo crecerá por encima de las tasas del periodo 2001-2004 y las exportaciones consolidarán un cierto repunte desde los niveles actuales. La inversión en equipo crecerá entre el 6,0% y 7,5% en los dos próximos años, con todo, por debajo del 9,3% previsto para 2005 dado que esta tasa está acrecentada por el efecto base de los bajos crecimientos de 2003 y 2004, y que no se esperan caídas adicionales de los tipos de interés, como ocurrió en años pasados.

La expansión del gasto en la economía española, especialmente en inversión en equipo se nutre cada vez más de importaciones (gráfico 3.9). Así, el volumen de compras de bienes de equipo ha pasado de representar el 40% del gasto real en inversión en equipo en 2003, cuando comenzó la actual expansión, al 54% en 2005. El dinamismo de las compras de bienes de equipo se ajusta al ciclo económico, como se observa en el gráfico 3.10 con una perspectiva de más largo plazo para comercio exterior. En fases de expansión económica, aumenta el peso de las importaciones de equipo sobre el total, mientras que en épocas de menor crecimiento o de crisis, esta ratio se reduce. Por el contrario, el peso real de las exportaciones de equipo tiene una tendencia creciente desde comienzos de los años 90, cuando entró en vigor el Mercado Único Europeo, alcanzando en 2005 el 10,3% de las ventas.

En conjunto, y a pesar de la esperada recuperación de las exportaciones, el aumento de las importaciones mantendrá el drenaje del sector

Gráfico 3.7.
Población activa, crecimiento y contribuciones

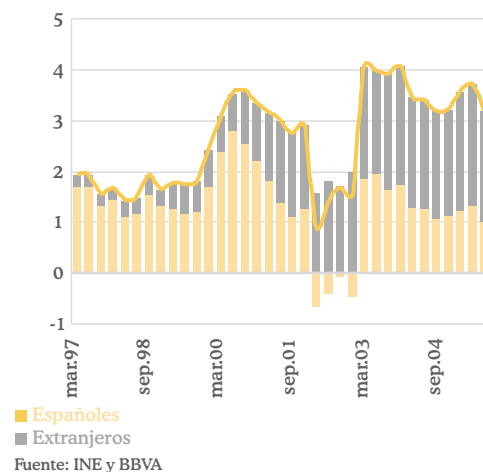


Gráfico 3.8.
Consumo de los hogares

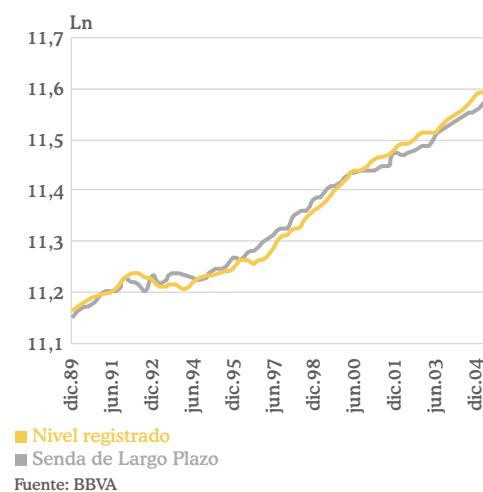
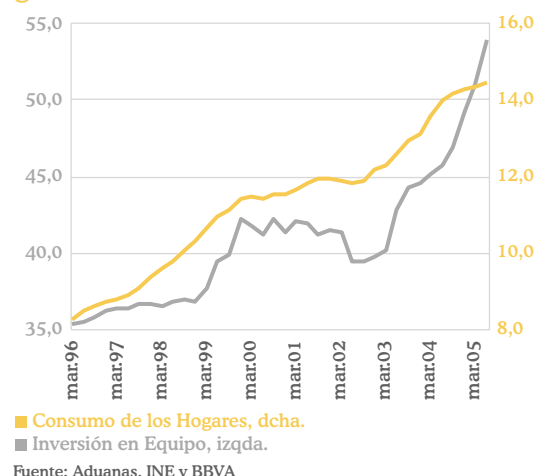


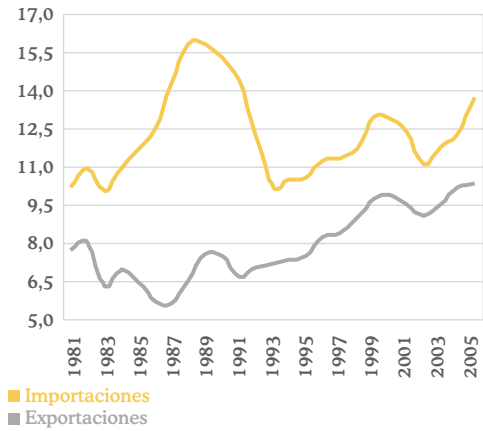
Gráfico 3.9.
Peso de las importaciones de bienes en el gasto doméstico



⁵ Dados los cambios introducidos en 2005 en el cuestionario de la EPA, la tasa de paro del 3tr05 comparable con periodos previos es el 8,8%, 0,4 puntos por encima de la tasa oficial.

Gráfico 3.10.

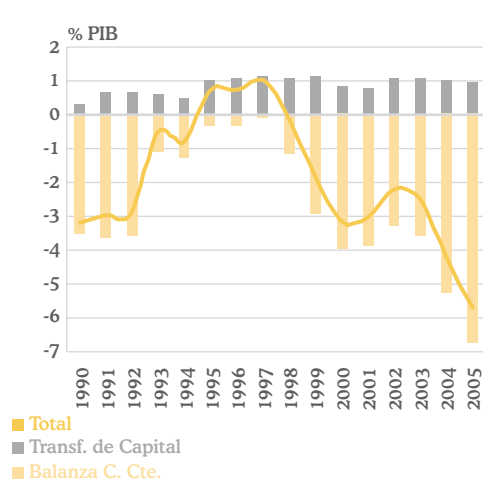
Bienes de Equipo, peso real sobre el comercio exterior de bienes



Fuente: M^o de Industria y BBVA

Gráfico 3.11.

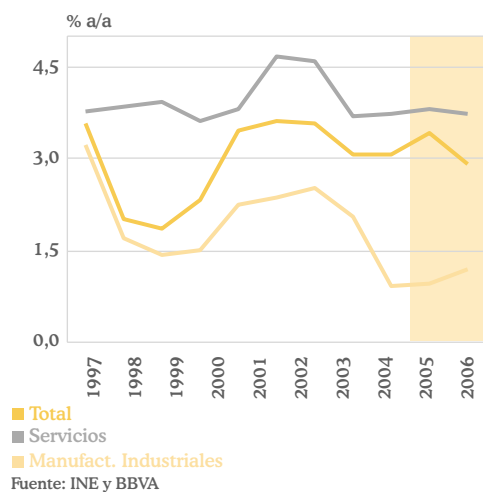
España, cap(+), nec(-) de financiación



Fuente: INE y Banco de España

Gráfico 3.12.

Inflación anual



Fuente: INE y BBVA

exterior en cifras relativamente elevadas, cercanas a 1,5 puntos porcentuales en 2006 y un punto en 2007. La combinación del mayor dinamismo de la demanda en España, el deterioro acumulado por los precios relativos frente al exterior, la fortaleza del euro y la ausencia de mecanismo de ajuste a través de los tipos de interés o del tipo de cambio en el entorno de una unión monetaria, mantendrán la necesidad de financiación frente al exterior en niveles relativamente altos. Con todo, serán menores a los de 2005 (cerca del 8,0% del PIB en términos del déficit de la balanza por cuenta corriente) dada la previsible reducción del saldo energético negativo⁶ y la mejora esperada en los ingresos de la balanza comercial y de servicios turísticos⁷.

Perspectivas inflacionistas controladas

Las previsiones de inflación basadas tanto en la evolución de las propias series de precios de consumo como las que resultan de considerar además la posición cíclica de la economía y los costes del proceso productivo coinciden en prever una desaceleración de los precios en los próximos trimestres desde el promedio que se registrará en 2005 (3,4%). Este perfil es el previsto también para el conjunto de la UEM⁸, por lo que el diferencial de inflación español se mantendrá, como en 2003 y 2004 alrededor del punto porcentual.

En su componente más tendencial, la inflación española se mantendrá estable alrededor del 2,6% en 2005 y 2006, aunque con una marcada dualidad en las tasas de inflación en servicios y manufacturas. Los precios de las manufacturas se están desacelerando hasta mínimos históricos como consecuencia del impulso desinflacionista de la globalización de la producción y distribución de este tipo de productos. Así, el IPC de manufacturas industriales crecerá en el entorno del 1% en los próximos dos años, la mitad del crecimiento promedio de los 10 años anteriores. Por el contrario, la inflación del sector servicios se mantendrá estabilizada entre el 3,6% y el 3,8%, cifras en torno a las cuales ha venido oscilando en los últimos años.

Estas perspectivas son compatibles con el escenario de repuntes moderados de los indicadores salariales desde unos crecimientos que, en su conjunto se encuentran todavía por debajo del aumento de los precios. En caso de desarrollarse un proceso de subidas salariales más intensas de lo esperado en respuesta a un choque de precios del petróleo o a tensiones en el mercado laboral, la inflación sería más alta, cercana al 3,4% que se registrará en 2005, y podría desencadenarse un escenario de ajuste brusco en la economía española.

Escenarios de riesgo para la economía española

El escenario descrito de moderación del crecimiento hasta el entorno del 3% en 2006 y 2007, con desaceleración de la demanda nacional y leve corrección del desequilibrio exterior descansa fundamentalmente en dos supuestos. En primer lugar, unas perspectivas de expansión cíclica de la UEM que aumenten la demanda externa de la economía española y subidas acompasadas de tipos de interés hasta niveles neutrales para el conjunto del área. Así, en 2006 y 2007 la UEM crecerá el 2,0% y el 2,4% respectivamente, los mayores crecimientos desde 2000, y los tipos de interés oficiales subirán hasta el 3,5% a finales de 2007, repunte de 150 puntos básicos.

Una decepción en el crecimiento de la UEM en 2006 y 2007⁹, área a la que se dirigen aproximadamente el 60% de las exportaciones de bienes y de la que proceden algo más de la mitad de los turistas que visitan España, interrumpiría la recuperación esperada en las exportaciones de

⁶ Ver el Recuadro "Saldo energético: determinantes y perspectivas".

⁷ Se realiza un análisis de esta rúbrica de la Balanza de Pagos en el recuadro "Consumo de no residentes, tendencias divergentes".

⁸ Uno de los factores que impulsará el descenso esperado de la inflación será la caída prevista en los precios del petróleo, choque común al conjunto del área.

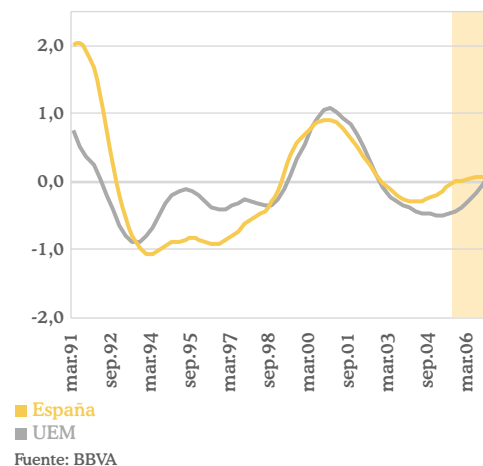
⁹ La descripción del escenario de riesgo exterior y sus posibles desencadenantes se encuentra en el punto número 2 de esta publicación.

bienes y servicios y la expansión de la inversión. La inversión en equipo está cada vez más correlacionada con el ciclo de actividad exterior, en particular con el de la UEM, y en la construcción en vivienda tiene una incidencia creciente el turismo residencial procedente del mismo área. Además, el menor aumento del empleo y de la renta disponible de los hogares frenaría el crecimiento del consumo y de la inversión residencial doméstica. Con todo, en este escenario alternativo se mantendría como soporte para el crecimiento el que el BCE aplicaría una política acomodaticia, lo que contribuiría a que las condiciones financieras siguieran siendo muy holgadas para la economía española, no suponiendo una restricción añadida a la menor demanda exterior para el gasto de empresas y familias. En este entorno, con la UEM creciendo en 2006 y 2007 por debajo del 1%, el PIB español se desaceleraría hasta registrar tasas inferiores al 2%. La contribución del sector exterior al crecimiento seguiría siendo negativa, dado que el freno a las importaciones derivado de la desaceleración de la demanda interna de inversión y consumo sería compensado por el estancamiento de las exportaciones. El empleo se reduciría en los sectores más expuestos y frenaría su aumento en el resto, de modo que podría registrar aumentos prácticamente nulos en 2007, algo más de dos puntos por debajo del escenario central descrito previamente. En cuanto a la inflación, la intensa desaceleración cíclica y el freno en el empleo, con el consiguiente efecto moderador en el aumento de los salarios, reduciría la inflación hasta tasas de entre el 2% y 2,5% en 2006, frente al 2,9% previsto en el escenario central. El resultado final de inflación dependería, además, de cual fuese el desencadenante de la decepción en el crecimiento europeo. Si resultase de un choque de precios del petróleo, el efecto directo sobre inflación a través del IPC energético compensaría parcialmente al alza los impulsos bajistas de ciclo y salarios.

Un escenario de menor probabilidad, pero del que resultaría un ajuste económico más intenso, sería consecuencia de que se produjese un freno del gasto doméstico de empresas y hogares españoles no inducido por una decepción en el crecimiento exterior, fundamentalmente de la UEM. Este ajuste propio de la demanda interna podría ser el resultado de diferentes acontecimientos. En primer lugar un detonante externo sería una más intensa y rápida (respecto a lo previsto) subida de tipos de interés ante el deterioro de las expectativas inflacionistas del conjunto de la UEM. Ello supondría un freno al gasto de los hogares a través del aumento de su carga financiera y el descenso de su riqueza, afectada por la significativa desaceleración que se produciría en los precios de la vivienda¹⁰.

Pero, también es posible que el freno del gasto doméstico y el ajuste de los precios de la vivienda se dé sin que sea necesaria una subida adicional a la esperada en los tipos de interés. Es difícil concretar el acontecimiento que puede llevar a un súbito freno en el gasto de los hogares, por lo que este escenario es, a priori aún menos probable que el anterior. En este caso, sería un ajuste de expectativas de los hogares lo que produjese una corrección en una "burbuja" de gasto y precios de vivienda. Ello podría suponer, incluso, que se registrasen caídas del PIB y del empleo en España. La salida de la recesión sería, previsiblemente más lenta de lo registrado en periodos anteriores (1993). Dada su pertenencia a la UEM, España no dispone de tipo de cambio y tipos de interés propios, variables cuyo ajuste supuso entonces un impulso positivo sobre la actividad en el corto plazo¹¹.

Gráfico 3.13.
Output Gap
(Suavizado)



¹⁰ Para un análisis más detallado de la incidencia de los tipos de interés en las decisiones de gasto y crédito de los hogares, ver el artículo "Decisiones de gasto y crédito de los hogares españoles y tipos de interés".

¹¹ La recesión se produjo como resultado de la incoherencia entre los objetivos de la política fiscal (de tono expansivo para la situación cíclica) y la política monetaria y de tipo de cambio (sometidas al mantenimiento de la peseta en el mecanismo de cambios del SME y, a la vez, a contrarrestar los efectos de la política fiscal). La recesión desencadenada por la subida de tipos en Europa para absorber el efecto inflacionista de la reunificación alemana se superó relativamente rápido una vez que los tipos de interés y de cambio se ajustaron hasta hacerse compatibles con la situación de la economía.

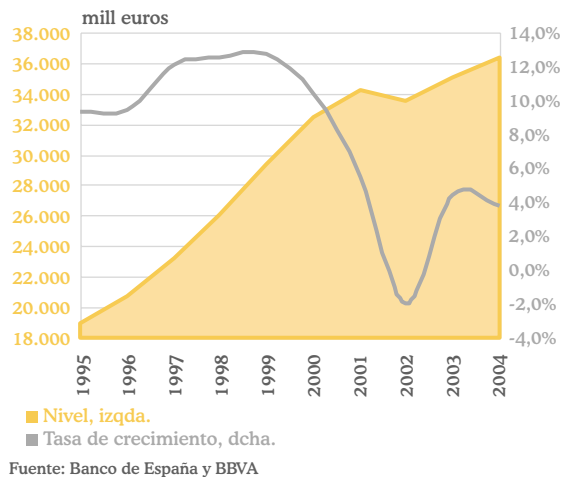
Consumo de no residentes, tendencias divergentes

Desde el año 2000 se está reduciendo la importancia relativa del gasto en consumo realizado en España por no residentes, grupo compuesto principalmente por turistas extranjeros. Así, su gasto ha pasado de suponer el 5,2% del PIB y el 8,8% del consumo en 2000 a representar el 4,4% y 7,7%, respectivamente en 2004. Además, el gasto de no residentes ha pasado de crecer el 12% en términos nominales en 2000 a caer el 2% en 2002, desaceleración más intensa que la registrada por el número de turistas que visitan España. Ello implica una caída del gasto por persona de los no residentes.

El turismo en la Balanza de Pagos, de registro a encuesta

El gasto realizado por los turistas extranjeros en el territorio nacional es, en términos de la Contabilidad Nacional, una exportación de servicios de la economía española. Por tanto, su evolución se registra en la rúbrica Ingresos por Servicios Turísticos de la Balanza de Pagos¹. Como consecuencia de la conversión de la peseta en el euro, el Banco de España revisó en 2005 la elaboración de esta estadística, ya que el sistema informativo basado en el registro de cobros y pagos con el exterior dejó de reflejar apropiadamente los flujos financieros de España con el resto del mundo.

Gráfico 1.
Ingresos turísticos



La estimación del gasto realizado por los turistas ha pasado de un sistema exclusivamente de registro de cobros y pagos mediante efectivo, tarjeta de crédito o transferencia a otro basado en las encuestas FRONTUR y EGATUR, de las que se extraen los principales indicadores de entrada de turistas, duración de su estancia y gasto realizado en destino².

¹ Entre el nivel de la serie de Gasto en Consumo de No Residentes en el Territorio Económico (Contabilidad Nacional, INE) y la serie de Ingresos por Servicios Turísticos (Balanza de Pagos, Banco de España) existe una divergencia promedio del 0,8%.

² El cambio de metodología ha producido un descenso de los ingresos por turismo del 5% en el periodo 2000-04 respecto a los calculados previamente. Para más detalle: Banco de España (www.bde.es); Instituto de Estudios Turísticos (www.iet.tourspain.es). Hay que señalar que EGATUR proporciona datos muy detallados de gasto de turistas extranjeros, pero únicamente desde 2003 de modo comparable.

Indicadores de gasto turístico a la baja ...

La información disponible de los indicadores turísticos en general y de los flujos financieros resulta coherente con la desaceleración registrada en el gasto de los turistas extranjeros en España desde finales de los años 90 (Tabla 1). El periodo 1999-2003 fue una etapa de desaceleración, tanto de los flujos financieros a través de los importes de tarjeta de crédito de los no residentes en España, como de la entrada de turistas y de las pernoctaciones hoteleras realizadas. A todo ello se ha unido la desaceleración de los precios hoteleros y la caída de la estancia media en estos establecimientos.

Tabla 1

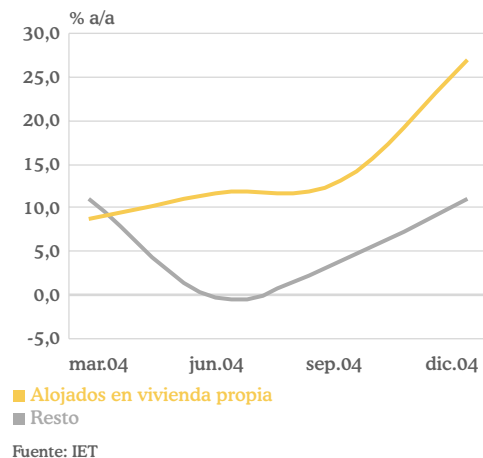
% a/a	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ingresos por Turismo /						
Consumo no residentes	12,7	10,3	5,5	-1,9	4,4	3,8
Flujos financieros con el exterior						
Con tarjetas de crédito	—	—	28,2	12,2	8,0	4,8
Turistas extranjeros						
Entradas	7,8	2,4	4,6	4,5	-1,0	3,1
Alojados en hoteles	32,7	1,3	-0,5	-1,5	2,4	1,4
Nº pernoctaciones	33,4	-3,5	-0,2	-5,3	0,8	-1,3
Precios Hoteleros	—	7,3	6,7	4,2	2,7	1,6

Fuente: IET, INE y BBVA

... pero también al alza: no residentes con vivienda propia

Pero el peso de los turistas que se alojan en hoteles es cada vez menor, aumentando proporcionalmente más aquellos que se alojan en vivienda gratuita, bien sea de su propiedad o no. En efecto, si el total de turistas que llegan a España ha crecido el 36% desde 1997 (de 39,5 a 53,6 millones de personas), el grupo que se aloja en vivienda gratuita ha aumentado un 120% en ese periodo, de 5,2 a 11,5 millones³, representando ya el 21% del total (13% en 1997).

Gráfico 2.
Gasto total turistas extranjeros

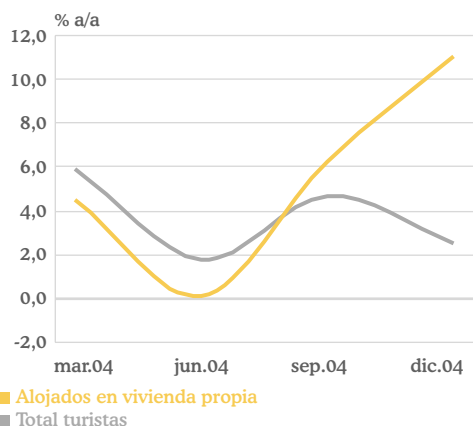


³ Este 20% del total de turistas se divide en partes prácticamente iguales entre los que declaran residir en viviendas de familiares o amigos y los que lo hacen en viviendas de su propiedad.

Este cambio de composición de la entrada de turistas no supone un freno al crecimiento del gasto turístico total. Con la información disponible de EGATUR (sólo desde 2003), los turistas que se alojan en vivienda propia son el grupo con un incremento más elevado del gasto en 2004, el 11% en términos reales y el 15% a precios corrientes, frente al 3,3% y 6,8% respectivamente para el total de turistas (Gráfico 2). No obstante, este repunte se debe en mayor medida al efecto del mayor crecimiento del número de turistas que utilizan este tipo de alojamiento⁴, puesto que, según EGATUR, el gasto diario por persona del turista que se aloja en vivienda propia sigue una evolución similar a la del promedio (Gráfico 3) en tres de los cuatro trimestres disponibles con información comparable.

Gráfico 3.

Gasto por turista y día



⁴ La inversión extranjera en inmuebles ha pasado del 0,2% del PIB en 1995 al 0,8% en 2004.

Sin embargo, existen ciertas dudas sobre si el gasto realizado por el cada vez más importante grupo de turistas residentes en vivienda gratuita está siendo recogido apropiadamente. Según EGATUR, la estructura de gasto de un turista que viaje sin paquete turístico⁵ recoge, además de alojamiento y transporte (62% del gasto), determinadas partidas de gasto en destino como el realizado en restaurantes, comestibles y excursiones. Pero esta estructura deja fuera el gasto realizado en el equipamiento inicial y mantenimiento diario de la vivienda propia. De ocurrir así, ello supondría que se estaría infraestimando el gasto en consumo de no residentes en España.

Con la información disponible de número de turistas en vivienda propia y gasto total y por persona y día se puede calcular la equivalencia de este grupo en términos de población residente todo el año. Si a esta población se le supone un gasto per capita igual al de los residentes en los conceptos de vivienda (mantenimiento, agua, electricidad) y equipamiento y uso de la misma, entonces habría que incrementar la cifra de ingresos turísticos de Balanza de Pagos en aproximadamente 1.000 millones de euros. Ello equivaldría al 0,3% del consumo de los hogares residentes y el 0,2% del PIB de 2004.

⁵ La información de EGATUR sólo permite la distinción entre la estructura de los gastos de turistas que viajan con y sin paquete turístico.

Precios y rentas en la Contabilidad Nacional Base 2000

El cambio de base de la Contabilidad Nacional desde 1995 (CN-95) a 2000 (CN-00) ha afectado al crecimiento y su composición, asunto ya tratado en esta publicación¹. Continuando con el análisis, este recuadro se centra en los efectos que ha producido el cambio de base en la evolución de precios y rentas de la economía española. Primero, mostrando las diferencias existentes en esas variables, y finalmente distinguiendo la evolución del sector comerciable y no comerciable de la economía en la nueva Base 2000.

Con la nueva Base no se dispone de datos en euros constantes, necesarios para calcular algunas magnitudes como por ejemplo productividad o costes laborales unitarios. Estas series se obtienen tomando en consideración que en el año base los datos a precios corrientes y constantes coinciden, por lo que se multiplican los índices de volumen disponibles con las datos en euros del año 2000.

CN-00 vs CN-95: mas asalariados con menor remuneración

El cambio de base prácticamente no ha alterado el crecimiento promedio de los precios en el periodo 1996-2004, el aumento del deflactor del PIB es prácticamente el mismo con ambas bases (tabla 1).

Tabla 1

Variación promedio anual (%) 1996-04	CN-95	CN-00	Dif.
Deflactor	3,5	3,4	-0,1
Remuneración asalariados	6,8	7,0	0,2
Asalariados	3,1	3,9	0,8
Remuneración por asalariado	3,6	3,0	-0,6
Productividad	0,7	0,3	-0,3
Coste Laboral Unitario (CLU)	2,9	2,6	-0,3
Excedente Bruto de Exportación (EBE)	6,4	7,3	0,8
Impuestos netos sobre la producción e importación	3,6	3,0	-0,6

Fuente: INE y BBVA

En la distribución de las rentas sí que se han registrado cambios significativos. El número de asalariados, ha pasado de crecer el 3,1% en el promedio 1996-2004 con la CN-95 al 3,9% con la CN-00. Por sectores, son la construcción y los servicios de mercado los que han incrementado su peso sobre el total de asalariados de la economía española (tabla 2).

Sin embargo, el crecimiento de la remuneración del total de asalariados se ha revisado al alza únicamente en 0,2 puntos

Tabla 2

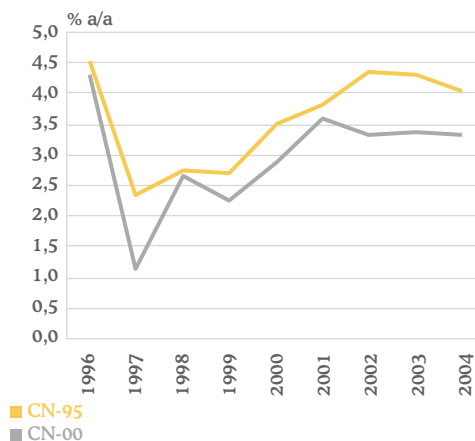
Promedio 96-04	Asalariados		Remuneración por asalariado			
	(% s/total)		miles de euros		crecimiento (%)	
	CN-95	CN-00	CN-95	CN-00	CN-95	CN-00
Total	100,0	100,0	24,2	23,6	3,6	3,0
Agricultura	3,4	3,2	9,3	10,4	3,3	3,4
Energía	1,0	1,0	39,1	38,2	3,5	2,7
Industria	20,7	20,4	25,2	23,8	3,5	2,6
Construcción	11,0	11,3	21,5	21,0	3,6	3,0
Servicios de mercado	39,0	40,9	25,5	24,3	3,4	2,7
Servic. no de mercado	24,8	23,2	23,7	24,6	4,0	4,0

Fuente: INE y BBVA

porcentuales, desde el 6,8% al 7,0% en promedio del periodo 1996-2004. De ello resulta que con el cambio de Base se ha revisado a la baja la variación de la remuneración por asalariado, desde el 3,6% al 3,0%. Además, estos crecimientos más bajos se producen desde niveles también inferiores. El empleo "descubierto" por la CN-00 en la economía de mercado no agraria recibe una remuneración inferior a la del promedio y crece también a menores tasas (tabla 2).

Gráfico 1.

Remuneración por asalariado

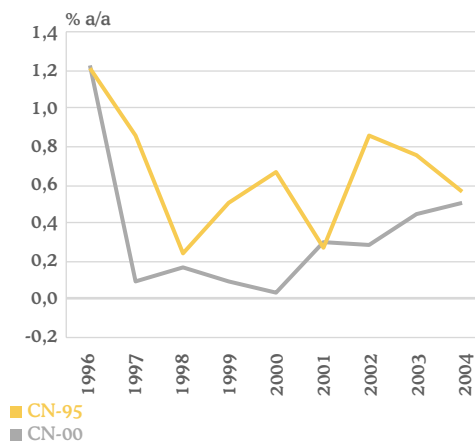


Fuente: INE y BBVA

Respecto a la variación de la productividad aparente del empleo, se ha revisado a la baja con la nueva base, pasando de un crecimiento promedio en 1996-2004 de 0,7%, a un crecimiento de 0,3%. Aunque las tasas de crecimiento sean menores con la CN 00, la tendencia que se muestra para el periodo más reciente es de recuperación frente a la moderación anterior² (gráfico 2).

Gráfico 2.

Productividad



Fuente: INE y BBVA

El menor crecimiento de la productividad en la nueva Base podría haber supuesto una revisión al alza de la variación del CLU. Sin embargo su crecimiento se ha revisado a la baja 0,3 pp

² No es posible realizar un análisis sectorial de los efectos del cambio de base, ya que ha cambiado la asignación de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI). Al pasar de ser consumo intermedio de una rama ficticia a valor añadido de los sectores usuarios de los SIFMIS se imposibilitan comparaciones homogéneas entre bases.

¹ Ver BBVA, *Situación de España*, jul-05, pp. 12-14.

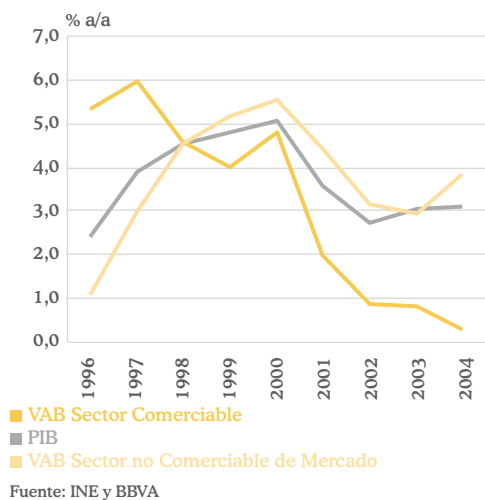
(tabla 1) dado que la remuneración por asalariado se ha revisado más intensamente a la baja que la productividad. Ello implica un mayor crecimiento del excedente bruto de explotación (EBE), que se ha revisado al alza en casi un punto porcentual para el promedio del periodo 1996-2004. Ello no es únicamente "beneficio empresarial" ya que el EBE incorpora la remuneración de los trabajadores no asalariados.

Sector Comerciable vs No Comerciable

Los sectores comerciable y no comerciable³ de una economía registran evoluciones distintas, dado que el primero al estar más expuesto a la competencia exterior y tener un menor grado de regulación, tiene menor poder para fijar precios, lo contrario que el sector no comerciable, doméstico, de producción menos sometida a la globalización, más reglado.

La contribución del sector no comerciable al crecimiento español es mayor que la del sector comerciable a partir del año 1998, diferencia que se va haciendo cada vez mayor (gráfico 3). Ello es coherente con la desaceleración de la UEM desde el año 2000, y con que el impulso de los menores tipos de interés se acumula en el gasto en consumo y vivienda, lo que por el lado de la oferta se ha reflejado significativamente en la construcción y los servicios de mercado.

Gráfico 3.
Crecimiento económico



Además el sector no comerciable, más intensivo en trabajo y dada la rigidez a la baja en los salarios, tiene una tasa de inflación más alta y menos volátil que la del sector comerciable. Es lo que se denomina inflación dual. (Gráfico 4).

Sin embargo, esa inflación dual se produce en un escenario en el que la remuneración por asalariado ha crecido a ritmos similares en ambas actividades de mercado, 2,5% y 2,7% respectivamente en el promedio del periodo 1996-2004 (tabla 3). Pero en el sector no comerciable, debido al menor crecimiento de su productividad⁴, se han dado crecimientos más altos de los costes laborales unitarios. De hecho, el CLU del sector comerciable no superó el nivel de 1995 hasta 2003 (gráfico 5). Mientras, el sector no comerciable de mercado registra un crecimiento acumulado de su CLU del 40% en los últimos 10 años, superando el incremento de la remuneración por asalariado del sector, el 27%.

³ Sector comerciable: agricultura, energía e industria. Sector no comerciable: construcción y servicios. Si a este último se le quitan los servicios de no mercado, quedaría el Sector no comerciable de mercado.

Gráfico 4.
Deflactor

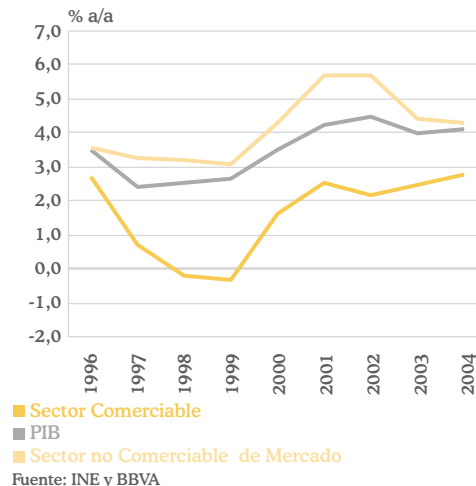


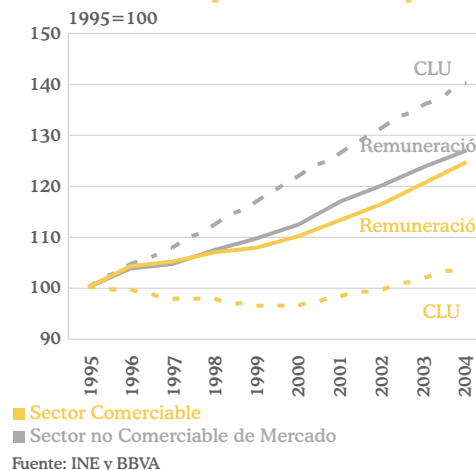
Tabla 3

Variación promedio anual 1996-04	Comerciable	No comerciable	No comerciable de mercado	Economía de mercado	Total
Crecimiento	3,2	3,6	3,7	3,6	3,7
Deflactor	1,6	3,9	4,1	3,4	3,4
Asalariados	2,1	4,5	5,8	4,6	3,9
Remuneración por asalariado	2,5	3,1	2,7	2,7	3,0
Productividad	2,0	-0,4	-1,1	-0,1	0,3
CLU	0,5	3,6	3,8	2,8	2,6

Fuente: INE y BBVA

El mantenimiento de un escenario en el que la remuneración salarial crece de modo similar en distintos sectores independientemente de la evolución de su productividad, facilita una evolución de los costes laborales por unidad de producto al alza en los sectores con menor productividad. Ello puede afectar negativamente a la demanda de trabajo cuando los impulsos de demanda vigentes en la economía española pierdan paulatinamente su vigor.

Gráfico 5.
Remuneración por asalariado y CLU



⁴ Se espera que el crecimiento de la productividad sea mayor en los sectores con mayor dotación de capital y con una eficiencia (productividad total de los factores) también más alta, algo que suele coincidir con actividades sometidas a más competencia y menor regulación.

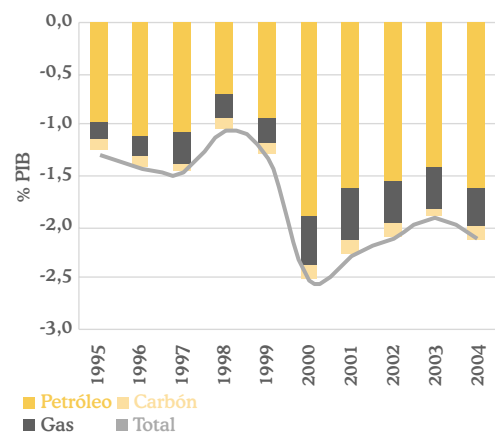
Saldo energético: determinantes y perspectivas

A diferencia de otros países europeos dotados de recursos energéticos naturales, España debe importar casi todo el petróleo y gas que consume, así como buena parte del carbón.

Aunque exporta algunos productos refinados (y pequeñas cantidades de gas, carbón y electricidad) dichas ventas representan conjuntamente menos del 20% de la energía importada, lo cual implica un déficit energético permanente con el exterior.

El gráfico 1 muestra la evolución de dicho saldo, expresado en porcentaje del PIB, entre 1995 y 2004.

Gráfico 1.
Saldo energético
(exp-imp. en €)



Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio

Durante la década de los noventa, el comportamiento del déficit energético español fue estable alrededor de 1 a 1,5 puntos del PIB (valor absoluto), pero en el año 2000 se deterioró súbitamente hasta llegar a los 2,5 puntos. Tras tres años de recuperación, la tendencia positiva se invirtió de nuevo en 2004.

Las causas que subyacen a dicha evolución, analizadas en este recuadro, permiten extraer conclusiones interesantes sobre las perspectivas futuras del déficit energético español.

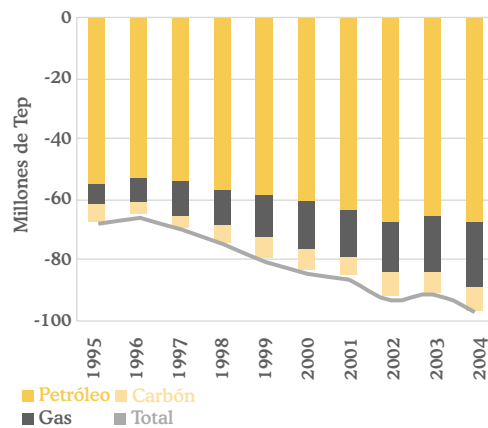
Precios y cantidades

La principal partida del saldo energético español es la petrolera. En términos monetarios, esta partida representó, entre 1995 y 2004, un 75% del saldo total, aunque, en unidades energéticas, su peso pasó del 81% al 70% (ver gráfico 2). La brecha generada refleja la fuerte penetración del gas natural, cuyo peso en el saldo físico se duplicó en el mismo periodo. A esto se suma un crecimiento sostenido de las importaciones de carbón (6% medio anual) como consecuencia del fuerte aumento de la demanda eléctrica y la progresiva sustitución de carbón nacional por importado.

La evolución del saldo físico depende principalmente de la actividad económica y la demanda energética asociada. No obstante, tal y como muestra el gráfico 3, una vez corregido este efecto, la influencia de la producción hidráulica (representada con relación a su valor de 2004, un año de hidraulicidad media) aflora de manera clara.

En cualquier caso, la correspondencia entre el saldo energético monetario y el saldo físico es mucho menor que la exis-

Gráfico 2.
Saldo físico de energía
(exp-imp. en Tep)



Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BBVA

Gráfico 3.
Saldo físico energético y producción hidráulica

Año	Prod. hidráulica (dcha.)	Saldo físico/PIB real (izqda.)
1995	80	-170
1996	120	-150
1997	110	-150
1998	100	-150
1999	80	-170
2000	80	-190
2001	100	-170
2002	80	-190
2003	120	-150
2004	100	-170

Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, REE y BBVA

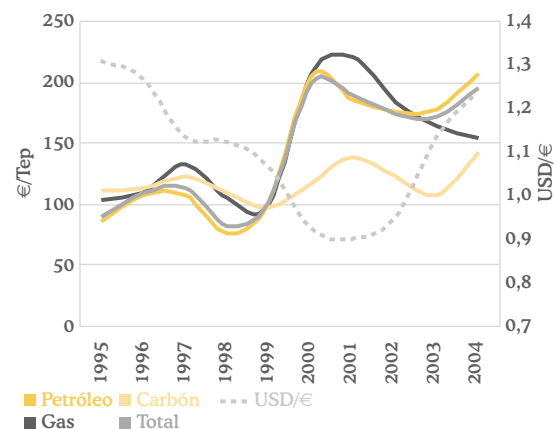
tente entre aquél y el precio medio de las importaciones energéticas, perfilándose este último (sobre todo, el componente petrolero) como el principal determinante de la evolución del saldo energético español (ver gráficos 4 y 5).

En el año 2000 el saldo energético español se multiplicó súbitamente por dos. Por componentes, las partidas más afectadas fueron la petrolera y la gasista, con crecimientos respecto de 1999 del 115% y 130% respectivamente. Mientras el saldo físico creció por debajo del 5%, el precio medio de importación lo hizo en un 97% (70% en dólares), explicando la mayor parte del deterioro registrado por el saldo monetario. Cabe destacar que una cuarta parte del mismo se debió a la fuerte depreciación sufrida por el euro frente al dólar en el año 2000 (ver gráfico 4).

Entre 2001 y 2003 los precios se mantuvieron relativamente estables en torno a cotas elevadas, impidiendo al saldo energético retornar a los valores anteriores a 2000. En 2004 se produjo un nuevo repunte de los precios internacionales del petróleo y del carbón (suavizado en Europa gracias a la continua fortaleza del euro). Este incremento de costes se trasladó a unas importaciones acrecentadas por el empeoramiento en las condiciones hidráulicas, derivando todo ello en un nuevo deterioro del saldo energético.

Gráfico 4.

Precios unitarios de importación



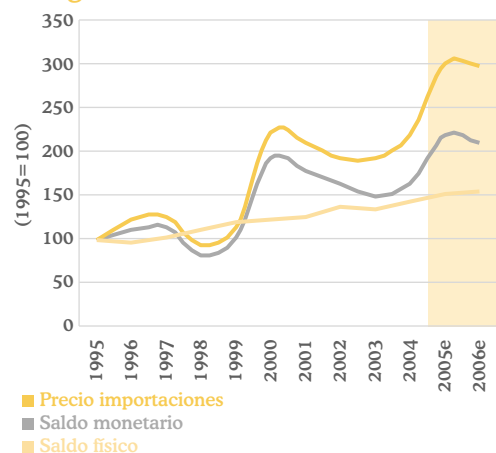
Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Datastream y BBVA

Perspectivas del deterioro del saldo energético

De cara a 2005, el fuerte incremento registrado por el precio de los hidrocarburos apunta, de nuevo, hacia un empeoramiento considerable del saldo energético. Esto se produce, además, en un contexto de recrudescimiento de la sequía, lo cual presionará aún más al alza la importación de combustibles fósiles destinados a generación eléctrica.

Gráfico 5.

Evolución del saldo y precios de importación energética



Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BBVA

Aunque el deterioro esperado no alcanzará las proporciones observadas en 2000, las estimaciones indican que el déficit energético podría aumentar un 34% en 2005, llegando a los 2,9 puntos del PIB. No obstante, la caída prevista en los precios del petróleo durante 2006, aún contemplando una ligera depreciación del euro frente al dólar, podría implicar una leve recuperación hasta los 2,7 puntos del PIB.

La preocupación suscitada por este elevado saldo energético, que contribuye a incrementar las necesidades de financiación de la economía española, puede verse mitigada por una serie de cuestiones.

En primer lugar, frente a la apuesta nuclear de otros países europeos desprovistos de recursos energéticos (como Fran-

cia o Islandia), España ha optado por no ampliar su capacidad de generación eléctrica mediante energía nuclear. Aunque esta opción ha comportado un mayor déficit energético exterior, también ha permitido ahorrar cuantiosas inversiones asociadas a la construcción y mantenimiento de este tipo de centrales. En cualquier caso, el fuerte incremento de la demanda y los precios energéticos ha motivado la reapertura del debate nuclear, cuyas conclusiones tendrán, sin duda, una implicación directa sobre el futuro del saldo energético español.

En segundo lugar cabe señalar que el coste del crudo importado por España es de los más bajos de la OCDE (datos de la AIE). Esto es así porque España cuenta con una buena estructura de refinación que le ha permitido importar crudo pesado desde países relativamente cercanos (Norte de África y Oriente Medio), con el consiguiente ahorro en fletes y en coste de la materia prima. Lo mismo ocurre con el gas natural dada la proximidad geográfica con el norte de África.

Una mayor eficiencia energética

Desde mediados de los ochenta, la sustitución de petróleo y carbón por gas natural y electricidad, tanto en la industria como en los hogares, ha sido muy beneficiosa para la economía española. Las nuevas tecnologías asociadas al uso del gas natural han dotado a sectores como el eléctrico, el cerámico o el papelerero de una mayor eficiencia energética y han permitido reducir las emisiones contaminantes.

El ejemplo más claro de ello se encuentra en las modernas centrales eléctricas de ciclo combinado de gas, cuya eficiencia energética supera en más de un 25% a las térmicas clásicas de fuel y carbón, con un ratio de emisiones contaminantes sensiblemente inferior.

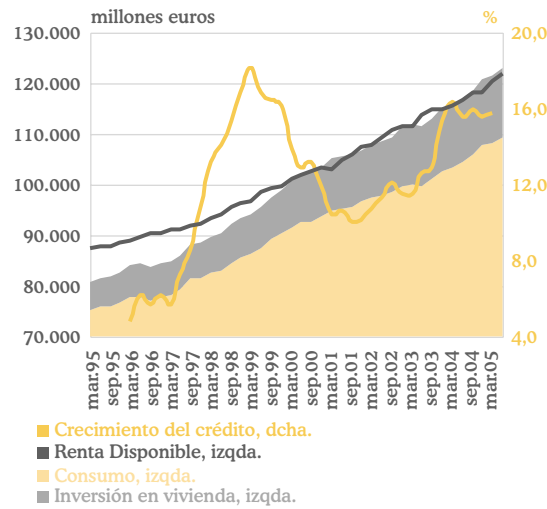
De igual forma, la sustitución de carbón nacional por carbón importado es beneficiosa para la economía (aun en detrimento de la balanza por cuenta corriente) porque su coste por tonelada equivalente es menor (fletes incluidos) y porque presenta un menor contenido en azufre y otras sustancias contaminantes.

En este sentido, los sobrecostes derivados de las emisiones contaminantes (SO_2 , NO_x , CO_2 , etc.) dotan al carbón importado y al gas natural de una ventaja comparativa frente a otros combustibles fósiles más contaminantes. A la vista de los elevados precios registrados por los derechos europeos de emisión de CO_2 , este argumento podría cobrar creciente importancia a medida que las restricciones medioambientales (y con ellas los precios de los derechos) aumentan.

Por último, cabe esperar un aumento de la eficiencia energética y el uso de las energías renovables durante los próximos años. Por una parte, el Plan de eficiencia energética E4 contempla medidas de reducción de la intensidad energética en sectores clave como el transporte, donde se concentra la mayor demanda de petróleo. Por otro lado, el recientemente aprobado Plan de las Energías Renovables 2005-2010 establece el objetivo de duplicar la presencia de las mismas sobre el total de la energía primaria consumida en 2010, lo que, previsiblemente, conducirá a cierta sustitución de energías fósiles por renovables, con el consiguiente alivio del saldo energético exterior.

Gráfico 4.1.

Hogares: gasto, renta y crédito en términos reales



Fuente: INE, Banco de España y BBVA

Gráfico 4.2.

España, tipos de interés de corto plazo

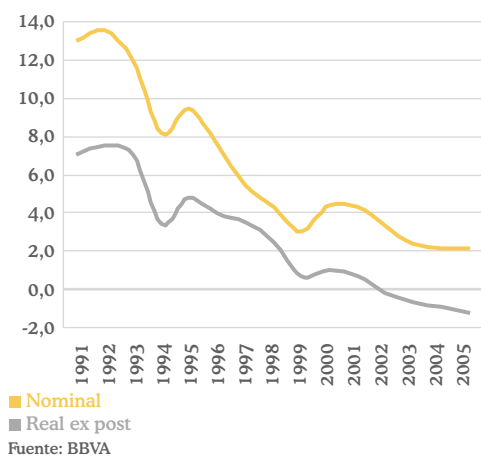
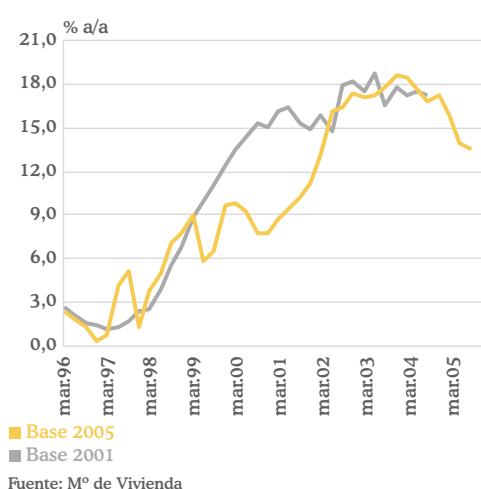


Gráfico 4.3.

Precios de vivienda



4. Decisiones de gasto y crédito de los hogares españoles y tipos de interés (*)

Carmen Broto
Julián Cubero
José Luis Escrivá

Servicio de Estudios Económicos BBVA

Introducción

La entrada en la UEM supuso un descenso permanente del nivel y de la volatilidad de los tipos de interés en España, así como de sus expectativas de evolución futura. Este choque positivo de demanda viene impulsando, junto a otros, el gasto de los agentes económicos, y en particular el consumo y la inversión en vivienda de los hogares. El gasto en consumo de los hogares españoles viene registrando un crecimiento diferencial positivo respecto al resto de la UEM en un entorno de crecimiento de su renta disponible, aumento de su riqueza y descenso de los tipos de interés. El aumento de la riqueza se apoya, fundamentalmente, en su componente inmobiliario, tanto como resultado del aumento de la inversión realizada por los hogares como por el fuerte crecimiento de los precios de la vivienda, hasta registrar tasas de variación nominales anuales superiores al 10% desde 2000. En este contexto, también se ha incrementado la apelación al crédito, de modo que los pasivos contraídos por los hogares superan en 2005 el nivel de su renta disponible.

El actual cambio de perspectivas sobre los tipos de interés en la UEM cuestiona el mantenimiento de la dinámica actual de gasto de los hogares, el crédito demandado y el precio de la vivienda. La coincidencia en los determinantes fundamentales de estas variables sugiere la utilización de un enfoque integrado para su análisis, que permita la identificación de las relaciones existentes entre ellas. Ello implica la estimación de un sistema de ecuaciones parciales que permita evaluar la incidencia sobre las variables representativas del gasto y el crédito de los hogares de, por ejemplo, un aumento de los tipos de interés. La aproximación a este sistema utilizará un número reducido de variables, mayoritariamente endógenas, sin restricciones a priori sobre el valor de los coeficientes a estimar. Con ello el modelo se podrá identificar, estimar, interpretar y simular de forma sencilla¹.

Descripción de los datos utilizados

Los aspectos más destacables de los datos utilizados en la estimación del sistema de ecuaciones propuesto son:

1. El gasto de los hogares en consumo y en vivienda es el estimado en la Contabilidad Nacional Trimestral Base 2000 del INE² y los precios de la vivienda son los publicados por el Mº de Vivienda, serie que acaba de ser revisada y que está disponible desde el primer trimestre de 1995³. La serie de precios anterior estaba disponible desde 1987, por lo que dada su evolución similar con la nueva en la parte inicial de la muestra común, se ha optado por enlazarla hacia atrás utilizando las variaciones de los precios antiguos. Ello permite obtener una serie de precios de vivienda que incluye una etapa (1992-93) en la que sus variaciones relativas a la inflación fueron negativas. Dado que, en estos momentos se dispone de series de la CNTR

(*) Agradecemos los comentarios de Manuel Balmaseda, Rafael Doménech e Ignacio San Martín en la elaboración de este artículo.

¹ El Banco de España ha publicado recientemente sobre este asunto el documento de trabajo nº 0529, "Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas".

² Se asume que la totalidad de la inversión en vivienda se realiza por parte de hogares residentes.

³ Para mayor detalle: "Precio de la vivienda: 3er trimestre", Nota Rápida de BBVA, en <http://serviciodeestudios.bbva.com>

Base 2000 únicamente desde el 1tr95, las series de consumo e inversión en vivienda se han enlazado mediante las variaciones de las mismas variables en Base 95⁴.

- No se dispone de renta de los hogares ni en Base 2000 ni en frecuencia trimestral. Por ello se ha elevado el nivel de la variable en Base 95 en la misma proporción registrada por el PIB como resultado del cambio de base. Los datos anteriores a 1995 son estimaciones propias de BBVA, publicadas en la serie de Informe Económico Anual. Finalmente, la renta anual se ha trimestralizado usando el PIB como indicador.
- La demanda de crédito de los hogares es el importe de los préstamos concedidos a los Hogares según las Cuentas Financieras del Banco de España, dato disponible desde el 1tr89.
- En cuanto a las variables representativas de la riqueza en manos de los hogares, financiera e inmobiliaria, son las elaboradas por el Banco de España, aunque con la especificidad de que la riqueza neta no lo es de todos los pasivos de los hogares, sino únicamente de los préstamos⁵.

5. Los tipos de interés son el promedio de tipos hipotecarios de mercado modificados para recoger la creciente facilidad de financiación de los hogares, o desde otro punto de vista, el aumento de su endeudamiento. Para recoger este efecto se ponderan los tipos de interés por el ratio de crédito de los hogares sobre su renta disponible. Así, en la parte inicial de la muestra se moderan las oscilaciones del tipo de interés respecto a las de la variable original, ocurriendo lo contrario al final, cuando la deuda en manos de los hogares es mayor.

Todas las variables se incluyen en el sistema de ecuaciones en términos reales, corregidas con el deflactor del gasto en consumo de los hogares con la excepción de la inversión en vivienda.

Identificación de las ecuaciones del modelo

Tres de las ecuaciones del sistema propuesto (consumo, inversión en vivienda y crédito) se formulan mediante mecanismos de corrección del error (ECM). La estimación de un mecanismo de corrección de error implica la existencia de un nivel de equilibrio de largo plazo de la variable endógena hacia el que tiende a volver si no se producen choques sobre aquellos factores que le afectan. Por su parte, la ecuación de precios de vivienda se formula como una función de transferencia sobre su crecimiento trimestral. El sistema está orientado al análisis de las decisiones de gasto y crédito de los hogares. No se busca establecer un nivel de equilibrio de largo plazo del precio de la vivienda, sino simplemente hacer depender sus oscilaciones, lo relevante para las hogares al tomar sus decisiones de gasto y crédito⁶, del resto de las variables del sistema.

Previamente a la identificación de las ecuaciones con ECM se han efectuado los contrastes de existencia de raíces unitarias y relaciones de cointegración. Además, se han tratado de obtener especificaciones sencillas, parsimoniosas, sin forzar una mejora del ajuste con correcciones ad hoc mediante variables de tipo *dummy*⁷.

• Consumo de los hogares

La ecuación del consumo de las familias (DLCON) depende, en el largo plazo, de su renta disponible (LRFBD) y de su riqueza financiera

⁴ Parece razonable establecer este ajuste dado que la evolución de las variables de gasto en el periodo 1995-97 es muy similar independientemente de la Base de que se trate.

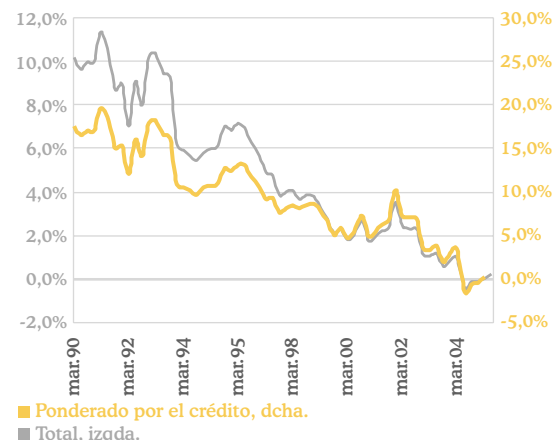
⁵ Ello permite establecer la identidad entre riqueza neta, bruta y el crédito concedido a los hogares, variable endógena del sistema. Los préstamos eran en 2004 el 91% del total de los pasivos de los hogares.

⁶ Una modelización alternativa del precio de la vivienda publicada recientemente se puede encontrar en Ayuso y del Río (2005).

⁷ De hecho, el sistema no incluye ninguna *dummy*, excepto en el caso de la ecuación de crédito en la que se introducen variables estacionales.

Gráfico 4.4.

Tipo de interés hipotecario real



■ Ponderado por el crédito, dcha.
■ Total, izqda.

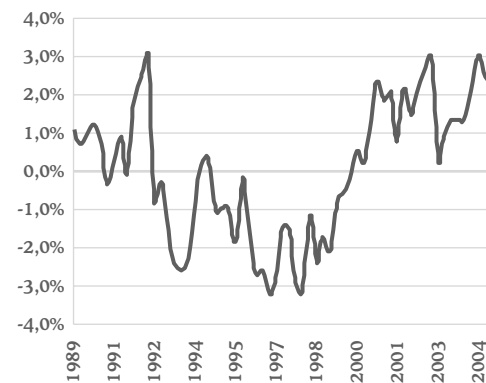
Fuente: Banco de España, INE y BBVA

Cuadro 4.1. Variable dependiente: DLCON

Variable	Coefficiente	t-valor
cte	0,26	1,63
MCE	-0,25	-4,04
LRFBD(-1)	0,67	6,68
LWFINANBRU(-1)	0,20	5,29
DLWINM(-1)+DLWINM(-2)	0,11	3,50
DLRFBD(-3)+DLRFBD(-4)	0,12	2,25
DIREAL(-3)+DIREAL(-4)	-0,08	-2,35
R ² =0,52		
DW=2,0		
Fuente: BBVA		

Gráfico 4.5.

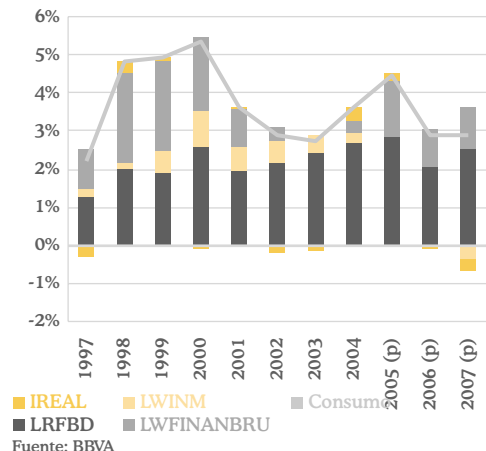
España: vector de cointegración de la función de consumo



Fuente: BBVA

Gráfico 4.6.

Contribuciones al crecimiento real del consumo

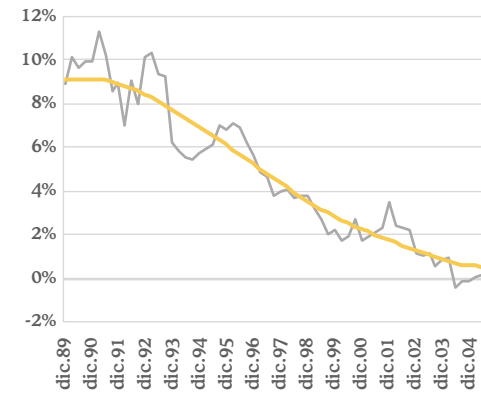


■ IREAL ■ LWINM ■ Consumo
■ LRFBD ■ LWFINANBRU

Fuente: BBVA

Gráfico 4.7.

Tipo de interés hipotecario real



■ Tendencial
■ Registrado ex post

Fuente: BBVA

Cuadro 4.2. Variable dependiente: DLINVIV

Variable	Coefficiente	t-valor
MCE	-0,12	-3,81
LRFB(-1)	0,82	151,09
IREAL_TREND(-1)	-5,37	-11,44
DLRFBD(-1)+DLRFBD(-2)	0,48	2,73
DLINVIV(-2)	0,36	3,42

R²=0,42
DW=1,85

Fuente: BBVA

Gráfico 4.8.

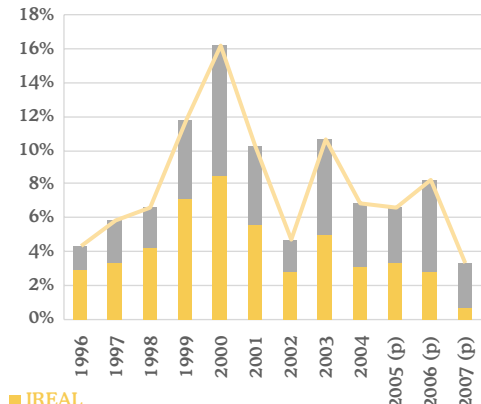
España: vector de cointegración de la función de inversión en vivienda



Fuente: BBVA

Gráfico 4.9.

Contribución al crecimiento real de la inversión en vivienda



■ IREAL
■ LRFB
■ INVIV

Fuente: BBVA

bruta (LWFINANBRU), mientras que el corto plazo incluye retardos de la riqueza inmobiliaria neta (LWINM), de la renta disponible y del tipo de interés hipotecario ponderado por el peso del crédito sobre la renta disponible (IREAL). La identificación de las variables de la ecuación se adecua al marco teórico de optimización intertemporal de las decisiones de consumo basadas en las hipótesis de la renta permanente y el ciclo vital. Además, el que en la determinación del equilibrio de largo plazo no resulte significativo el nivel de la riqueza inmobiliaria resulta coherente con la inexistencia histórica en España de incrementos de consumo ligados a financiación hipotecaria⁸, a diferencia de lo que sucede en otros países, especialmente en los anglosajones.

En la ecuación se observa un coeficiente estimado del mecanismo de corrección de error (MCE) de 0,25, por lo que el consumo converge relativamente rápido al equilibrio de largo plazo una vez que sale de él. Por otro lado, la elasticidad renta del consumo es 0,7, es decir, ante un incremento de 1% de la renta disponible, el consumo aumenta en un 0,7%, mientras que es menos sensible a variaciones de la riqueza financiera, ya que un aumento de un 1% de esta variable implica una variación del consumo de un 0,2%.

La estimación del modelo sugiere que el nivel de consumo se encuentra por encima su senda de equilibrio de largo plazo desde el año 2000, lo que resulta coherente con las contribuciones realizadas por variables de incidencia exclusivamente de corto plazo, como la riqueza inmobiliaria y los tipos de interés, principalmente.

• Inversión en vivienda

Los factores que afectan en el largo plazo a las decisiones de gasto en consumo o inversión de los hogares son la parte de su renta considerada como permanente y el precio de convertir esa renta en gasto presente o en gasto futuro (ahorro). La renta permanente se puede aproximar mediante el nivel de la renta disponible en cada momento dada la relativamente reducida volatilidad de esta variable. Sin embargo, la aproximación de largo plazo (tendencial, "permanente") de los tipos de interés (el coste de ajustar gasto presente y ahorro) presenta algunas dificultades. En primer lugar, el tipo de interés verdaderamente relevante es el tipo de interés real ex ante, es decir, el que corrige las expectativas de inflación de cada momento, no de la inflación registrada efectivamente (tipo de interés real ex post). Además, en cuanto al tipo de interés nominal "permanente" o estructural, el registrado en cada momento no parece una aproximación apropiada dada su alta volatilidad. En este sentido, el ajuste de largo plazo entre inversión en vivienda, renta disponible de los hogares y tipos de interés reales ex post tiene una volatilidad superior a la de la propia inversión registrada en cada momento, algo que intuitivamente no parece correcto.

Por todo ello, se considera conveniente extraer de la variable de tipos de interés reales del sistema su componente tendencial, que se considerará una aproximación apropiada del tipo de interés permanente o estructural. Para ello se pueden utilizar distintos métodos, optándose en este caso por el filtro de Hodrick-Prescott. Este filtro es simétrico ya que el valor tendencial estimado en cada momento depende de las expectativas futuras de tipos de interés, algo que aunque añade incertidumbre a la estimación de los periodos del final de la muestra parece apropiado si se considera que los hogares tienen en cuenta sus expectativas futuras para formar el tipo de interés estructural al que se enfrentan en cada momento.

Así, el logaritmo de la inversión en vivienda de los hogares (LINVIV) se identifica como dependiente en el largo plazo de la evolución de la renta disponible y de la tendencia de los tipos de interés reales ponderados por el crédito (IREAL_TREND), mientras que el corto plazo se identifica con retardos de la variación de la renta disponible y de propia variable.

⁸ Ver el recuadro: "Disposición de la riqueza inmobiliaria a través de garantías hipotecarias". *Situación Inmobiliaria*, enero 2005.

La estimación del mecanismo de corrección del error indica una convergencia más lenta al largo plazo que en el caso del consumo (aproximadamente dos años). Además, como se observa en el gráfico del vector de cointegración, el nivel registrado por la variable supera en los últimos trimestres, aunque mínimamente, su nivel de equilibrio de largo plazo. También, la elasticidad renta de la inversión en vivienda es de 0,8, mientras que según el modelo estimado, la sensibilidad a los tipos de interés sería tal que un aumento de 100 puntos básicos de los tipos reales daría lugar a un descenso de la inversión en vivienda del 5,4%. Finalmente, como se observa en el gráfico de contribuciones, el descenso de los tipos de interés reales ha venido siendo un factor determinante en el dinamismo de la inversión real en vivienda.

• Precios de vivienda

Respecto a la ecuación de precios de vivienda (PREALVIV) cabe mencionar, en primer lugar, que se han desarrollado numerosas pruebas con algunas variables (tasa de empleo, tasa de empleo femenino y juvenil, suelo urbanizable) que eran significativas antes de la revisión de las series de precios de vivienda y que finalmente no se han incorporado en la especificación final del modelo tras el cambio.

Se ha optado por un modelo en diferencias que depende de la renta disponible, del crédito demandado por las familias, de la media móvil de tres periodos del tipo de interés hipotecario ponderado y de la propia variación de los precios de la vivienda retardada cuatro periodos, recogiendo así la estacionalidad que surge de la nueva serie de precios. Especificaciones alternativas que recojan variables como el empleo eliminan la significatividad de los tipos de interés, algo que parece no apropiado si se tiene en cuenta la alta coincidencia en el movimiento de ambas variables en los últimos años⁹. Por otro lado, tampoco se han considerado variables que representen el coste de uso de la vivienda, a pesar de que en la literatura algunos autores empleen este tipo de variables¹⁰.

El modelo elegido cuenta con unos estadísticos de ajuste adecuados dada la sencillez del modelo ($R^2 = 0,5$), mientras que los residuos no muestran problemas de autocorrelación. Además, los coeficientes estimados también son individual y globalmente significativos.

• Crédito concedido a los hogares

Finalmente, el crédito a los hogares real (CFN-DEFLCONS, crédito nominal y deflactor del consumo) se modeliza en el largo plazo del mismo modo que la inversión en vivienda, mediante la renta disponible y la tendencia de los tipos de interés hipotecarios ponderados. En el corto plazo se incluye la variación del precio de la vivienda, del tipo de interés ponderado y retardos del crédito a las familias. También se incluyen tres 'dummies' estacionales para recoger la estacionalidad estocástica de la variable. La ecuación proporciona un buen ajuste en términos de R^2 (0,84), así como residuos con propiedades apropiadas. Según esta ecuación del sistema, la elasticidad de la renta disponible es de 0,75, mientras que un aumento del nivel tendencial de los tipos de interés reales de 100 puntos básicos implicaría un descenso del nivel del crédito a los hogares en el largo plazo cercano al 8%.

El vector de cointegración de la ecuación refleja que a mediados de 2005, el crédito de los hogares se está alejando de su nivel estimado como de largo plazo. Ello resulta coherente con la evolución de los factores determinantes de la variable dado que el tamaño del mecanismo de corrección de error (-0,04) supone un periodo de ajuste de la variable hacia su equilibrio de largo plazo de entre cuatro y cinco años. y en el corto plazo son muy relevantes los propios valores retardados de la variable.

⁹ Para mayor detalle sobre este asunto, ver "Los precios de la vivienda en los países desarrollados, evolución y factores relevantes", en Situación Inmobiliaria BBVA, nov-05.

¹⁰ Véase, por ejemplo, los trabajos de Ayuso y Restoy (2003) o Martínez Pagés y Maza (2003).

Cuadro 4.3. Variable dependiente: DLPREALVIV

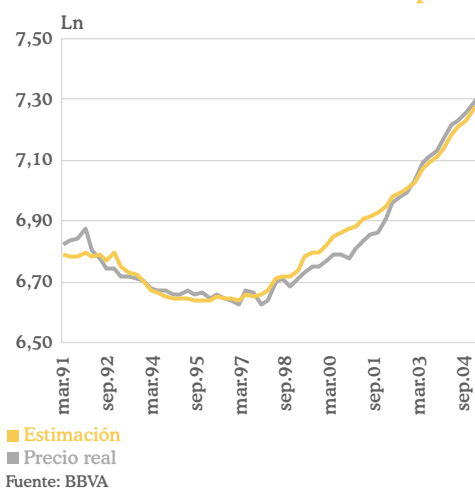
Variable	Coficiente	t-valor
DLRFBD	0,52	1,99
DLCFR	0,40	3,04
IREAL_TRANSF	-0,06	-2,26
DLPREALVIV(-4)	0,37	3,57

$R^2=0,51$
DW=1,80

Fuente: BBVA

Gráfico 4.10.

Precio real de la vivienda en España



Cuadro 4.4. Variable dependiente: D(LCFN-DEFCONS)

Variable	Coficiente	t-valor
MCE	-0,04	-2,86
LRFB(-1)	0,75	38,54
IREAL_TREND(-1)	-7,87	-5,62
DLPREALVIV	0,15	2,61
DIREAL(-1)	-0,15	-2,28
DMAR	-0,01	-3,98
DJUN	0,01	5,69
DSEP	-0,01	-4,18
D(LCFN-DEFCONS)(-1)	0,17	2,39
D(LCFN-DEFCONS)(-2)	0,31	2,72

$R^2=0,84$
DW=1,88

Fuente: BBVA

Gráfico 4.11.

España: vector de cointegración de la función de crédito a hogares

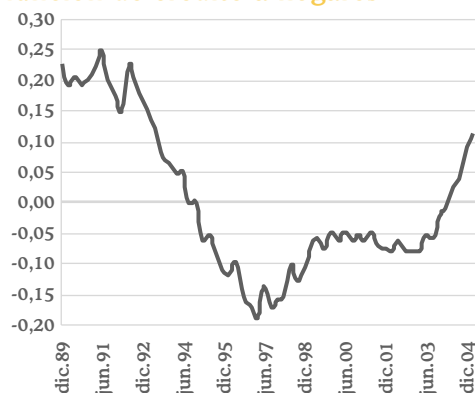
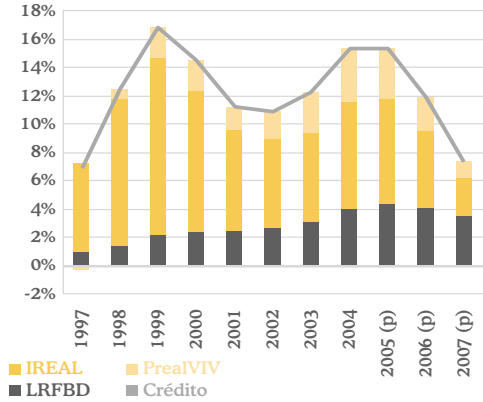
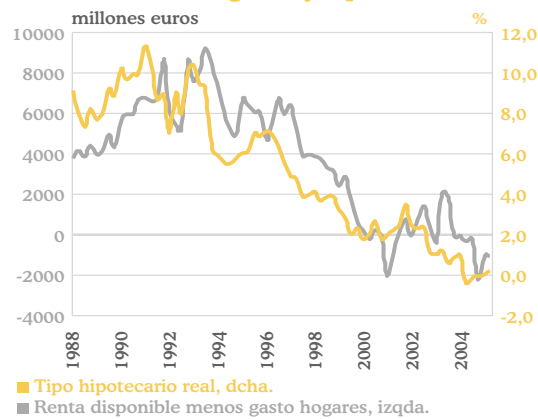


Gráfico 4.12. Contribuciones al crecimiento del crédito real



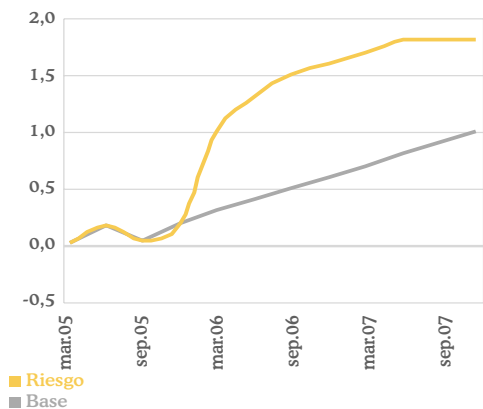
Fuente: BBVA

Gráfico 4.13. Ahorro de los hogares y tipos de interés



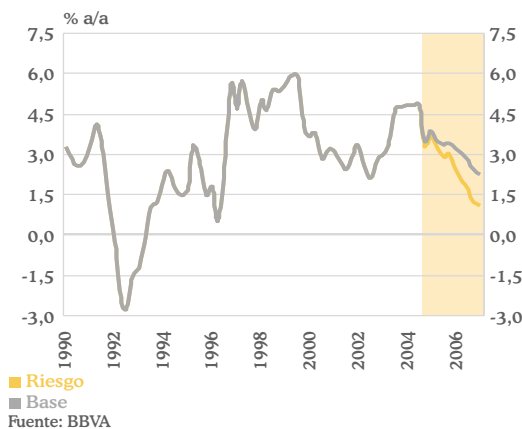
Fuente: BBVA a partir de Banco de España, Contabilidad Nacional

Gráfico 4.14. Escenarios: tipo de interés hipotecario real



Fuente: BBVA a partir de Banco de España, Contabilidad Nacional

Gráfico 4.15. Gasto real en consumo



Fuente: BBVA

Estimación simultánea. Variables endógenas y variables exógenas

Las cuatro ecuaciones configuran un sistema que se estima de forma simultánea, mediante mínimos cuadrados en tres etapas. Se incorporan además de las ecuaciones anteriores varias identidades y ecuaciones de cierre, de las que se destacan dos de ellas. En primer lugar, la ecuación de cierre para la renta disponible. Se ha estimado una ecuación para la diferencia entre la renta disponible y gasto de los hogares en consumo e inversión en vivienda, lo que se podría denominar como ahorro neto. Esta variable "residuo", tal y como se muestra en el gráfico adjunto tiene una relación directa con el tipo de interés real considerado en el sistema, lo que permite que la renta disponible sea sensible a los tipos de interés reales. Esta correlación entre tipos y renta disponible es de signo positivo a través del ahorro neto de los hogares y negativo a través del gasto en consumo y en inversión en vivienda. Finalmente, el componente inmobiliario de la riqueza en manos de los hogares, se hace dependiente del resto de variables del sistema asumiendo que sus variaciones futuras son equivalentes a las del precio nominal de la vivienda, variable para la que en términos reales se ha estimado una ecuación estocástica.

Por otro lado, al analizar las variables del modelo se observa que únicamente aparecen dos variables exógenas, cuya evolución en el horizonte de previsión se ha de determinar fuera del sistema. Se trata del tipo de interés hipotecario real y de la riqueza financiera de las familias. Para esta última, dada su volatilidad, se ha previsto una senda futura tendiendo en cuenta su promedio histórico. La primera se considera exógena en el ámbito de decisiones de los hogares, para los que el entorno de tipos de interés nominales viene dado.

Al estimar simultáneamente las ecuaciones del sistema se mantiene un ajuste adecuado de las mismas y donde todas las variables del largo plazo conservan su significatividad. Así, en síntesis, mediante un número relativamente reducido de variables y únicamente con dos de ellas como exógenas (a determinar fuera del modelo) queda identificado y estimado un sistema representativo de las decisiones de gasto e inversión en vivienda de los hogares, con lo que resulta una herramienta econométrica sencilla y, a la vez, útil.

Sensibilidad de consumo, inversión y precios de vivienda a una subida de los tipos de interés

Una vez estimado el modelo, se realizan simulaciones hasta el cuarto trimestre de 2007 para conocer la evolución de las distintas variables endógenas en los supuestos de tipos de interés del escenario base. En este escenario, se ha supuesto una subida de los tipos reales hasta alcanzar el 0,6% en diciembre de 2006 y el 1,0% en diciembre de 2007, 100 puntos básicos más que en la actualidad¹¹.

En este caso, los resultados en el escenario base muestran una suave desaceleración del consumo y algo más acusada de la inversión en vivienda, que podría incluso registrar caídas interanuales al final del periodo de previsión. El efecto de estos descensos incide en la renta disponible real, que se desacelera hasta un crecimiento cercano al 2% a finales de 2007. Ello incorpora el efecto positivo que produce la subida de los tipos de interés en la parte de "ahorro" de la ecuación de cierre de la renta disponible. Por otro lado, la tasa de crecimiento del precio de la vivienda nominal también cae respecto a los niveles actuales hasta alcanzar un crecimiento inferior al 10% a finales de 2007. Todos estos efectos repercuten en el crédito a las familias, cuyas tasas de variación nominales pasan de cifras cercanas al 20% a comienzos de 2005 hasta cerca del 6% a finales de 2007. En síntesis, el escenario central es un escenario de ajuste or-

¹¹ En términos nominales el tipo hipotecario sería del 3,85% y 4,75%, respectivamente.

denado del gasto y de la demanda de crédito de los hogares y de los precios de la vivienda.

Una vez planteado el escenario base se estima el efecto en las variables del sistema ante una subida de tipos de interés mayor que la planteada en el escenario base. Así, se supone un choque donde el tipo de interés real de 2006 y 2007 aumenta en 100 pb adicionales en promedio respecto al incremento esperado en el escenario base. Ello equivale a que el tipo de interés hipotecario real alcanzase el 1,6% y 1,8% a finales de 2006 y 2007 respectivamente. Como se observa en los gráficos adjuntos, el consumo real y los precios corrientes de la vivienda mantendrían tasas de variación positivas en todo el horizonte de previsión. Por un lado, el consumo real se desaceleraría con respecto al escenario base en diciembre de 2007 en cerca de un punto porcentual, mientras que el precio de la vivienda descendería cinco puntos respecto al escenario base, situándose en tasas en torno al 3% en diciembre de 2007.

La inversión en vivienda residencial se muestra muy sensible a la evolución de los tipos de interés, ya que caería hasta registrar tasas reales negativas comparables a las registradas a comienzos de los años 90 (alrededor del -7%). Por su parte, la renta disponible de los hogares y su demanda de crédito se acercarían a crecimientos nulos a finales de 2007, dándose desviaciones con respecto al escenario base en diciembre de 2007 de dos y seis puntos porcentuales de caída de las tasas de variación respectivamente.

Resumen y conclusiones

En este trabajo se ha identificado y estimado un sistema de ecuaciones para recoger de modo parsimonioso el comportamiento de las variables de gasto y crédito de los hogares españoles. Se han estimado tres ecuaciones que suponen la existencia de un equilibrio en el largo plazo para el gasto en consumo, la inversión en vivienda y el crédito real de los hogares. Adicionalmente se estima una función de transferencia para la variación de los precios reales de la vivienda y otra en la que el ahorro neto (la parte de la renta disponible de los hogares no consumida o invertida en vivienda) depende de los tipos de interés reales. Con ello, se hace depender de las propias variables a estimar a todas las demás que entran en el sistema de ecuaciones, excepto los tipos de interés reales y la riqueza financiera. Ambas variables se establecen como exógenas en el proceso de decisión de los hogares sobre gasto y crédito.

De acuerdo al modelo, una subida moderada de los tipos de interés produciría un ajuste ordenado de la inversión, el crédito y los precios de la vivienda, sin que llegasen a registrarse tasas de variación negativas en los próximos trimestres. En cuanto al escenario de riesgo descrito, en un entorno de subidas inesperadas y mantenidas en el tiempo de los tipos de interés, la repercusión en el crecimiento del consumo, de la renta disponible y del precio de la vivienda sería moderada. Los efectos serían más intensos en el crédito y la inversión en vivienda, precisamente las variables en las que la contribución de los tipos reales ha sido relativamente más intensa en el pasado.

Referencias

- Ayuso J. y F. Restoy, 2003, "House prices and rents: An equilibrium asset pricing approach"; Documento de trabajo n.0304, Banco de España.
- Ayuso J. y A. del Río, 2005, "Las decisiones financieras del sector privado", en *El Análisis de la Economía Española*, Servicio de Estudios del Banco de España, ed. Alianza Editorial.
- Martínez Pagés J. y L. A. Maza, 2003, "Análisis del precio de la vivienda en España"; Documento de trabajo n.0307, Banco de España.
- Sastre, T. y J. L. Fernández-Sánchez, 2005, "Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas"; Documento de trabajo n.0529, Banco de España.

Gráfico 4.16.

Inversión real en vivienda

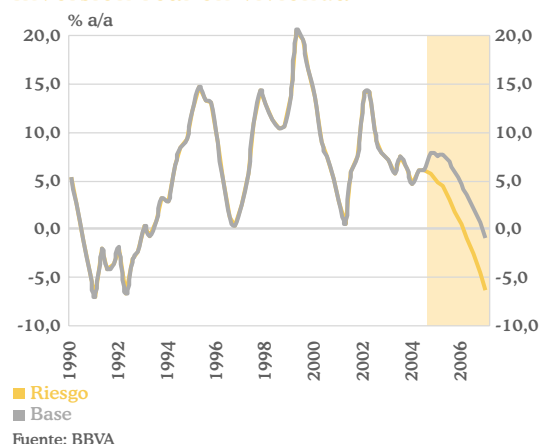


Gráfico 4.17.

Precio de la vivienda, crecimiento nominal

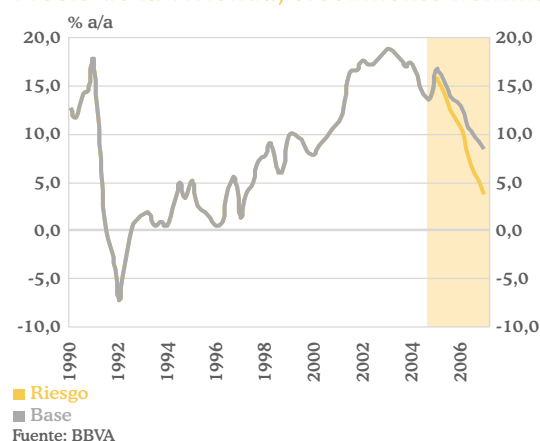


Gráfico 4.18.

Crédito a los hogares, crecimiento nominal

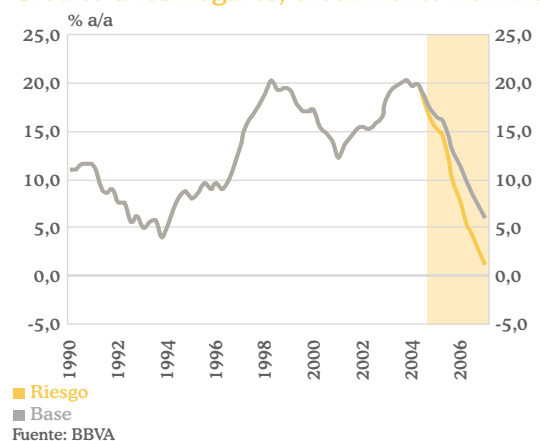
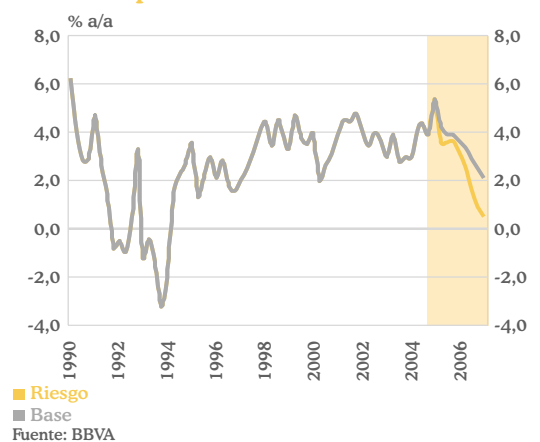


Gráfico 4.19.

Renta disponible real



5. IA-BBVA UEM, un indicador del estado de la economía en la UEM

Manuel Balmaseda
Gonzalo Cadenas

Servicio de Estudios Económicos de BBVA

Motivación

El conocimiento del estado de la economía y la detección de los puntos de giro del ciclo económico son tareas cruciales para la toma de decisiones del sector privado y para la implementación en el momento más apropiado de las políticas de demanda. El objetivo del análisis económico de corto plazo es el de diagnosticar el estado de la economía, evaluando la fase cíclica en la que se encuentra y la probabilidad de un cambio de fase. Las fases cíclicas, aún siendo recurrentes no son similares en su intensidad y duración (gráfico 5.1), ya que estas características son dependientes de los choques subyacentes que causan el ciclo y de las condiciones económicas en el momento de su impacto.

La necesidad de disponer de un indicador capaz de detectar en tiempo real estado cíclico de la economía y la probabilidad de un cambio en el ciclo económico ha motivado distintas aproximaciones para la construcción de una sola medida de actividad económica. Esta labor requiere el análisis de una gran diversidad de indicadores económicos. Sin embargo el empleo de indicadores individuales (y por tanto parciales) puede producir conclusiones erróneas. Un indicador específico puede dar una buena señal en un periodo, mientras que no tiene porque proporcionar una información relevante en el siguiente. En este sentido, la combinación de una amplia gama de indicadores en uno sintético, aprovechando la tendencia común que comparten los indicadores individuales, podría permitir una evaluación más exacta del estado de la economía.

En la práctica, la referencia principal para determinar la actividad económica es el PIB, que también sirve como referencia en la determinación del ciclo económico en la UEM. Sin embargo, su frecuencia trimestral, la posibilidad de revisiones de datos ya conocidos y el desajuste temporal entre la publicación de los distintos países del área y del agregado de la zona parecen limitar su utilidad, obstaculizando el diagnóstico del estado de la economía y dificultando así la toma de decisiones en tiempo real.

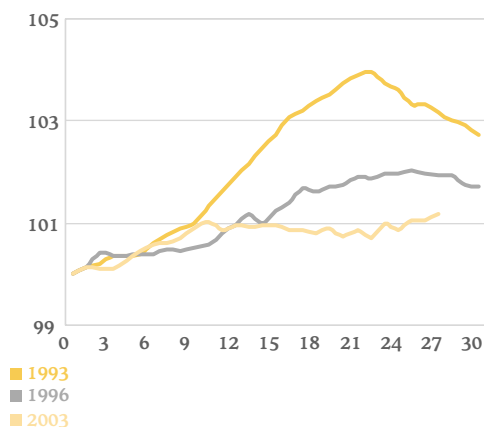
Además, el PIB ofrece sólo una visión parcial del estado de la economía ya que no incorpora toda la información relevante que se podría recoger, por ejemplo, utilizando variables de empleo o de expectativas de los agentes. Por ello, la evaluación del momento cíclico podría ser incompleta si sólo se considerase el PIB.

Todo ello pone de manifiesto la necesidad de disponer de un indicador sintético de alta frecuencia, que funcione de manera parsimoniosa, capaz de captar la información relevante de un amplio espectro de indicadores y que permita estimar de modo consistente los factores subyacentes de la actividad en la UEM. Un instrumento como éste debería proporcionar una señal precisa del momento cíclico de la economía y, de ser posible, debería poder distinguir las distintas contribuciones de países y sectores de actividad.

Construcción del IA-BBVA UEM

En este artículo se estima un nuevo indicador sintético de actividad para la Zona Euro (IA-BBVA UEM) utilizando la metodología de Análisis de Componentes Principales (ACP) en la línea apuntada por Stock y Watson (1999). Esta metodología ha sido usada, por ejemplo, por el

Gráfico 5.1.
Recuperación de la actividad n-meses tras el valle
(según el IA-BBVA UEM)



Fuente: BBVA

Banco de la Reserva Federal de Chicago (CFNAI), para estimar el estado de economía de los EEUU, la presión inflacionista y los puntos de giro del ciclo económico. Para la economía europea, el CEPR publica un indicador coincidente en tiempo real (Eurocoin) para fijar el punto la posición cíclica de la economía, utilizando la actividad como medida¹. Sin embargo su procedimiento de estimación (Modelo de Estimación Factorial) identifica el estado de la economía a través de variables subyacentes no observadas, y no por la estimación de una combinación lineal de las variables originales (como hace el ACP) lo que dificulta establecer una relación explícita entre las variables de actividad y el indicador de estado de la economía.

La elaboración del indicador del estado de la economía en el área del euro implica la agregación de diferentes variables (actualmente 158), aprovechando la existencia de un movimiento coincidente en las series económicas consideradas. Ese factor común, el estado de la economía, explica un alto porcentaje de la variabilidad total de las series individuales y se aproxima de modo sintético con una sola medida, el IA-BBVA UEM.

El proceso de estimación atribuye un peso específico a cada variable según la información que resume. El peso con el cual cada serie contribuye al indicador final es estimado usando el ACP. Este método permite transformar un conjunto de n variables económicas correlacionadas en n series linealmente independientes que reproducen la variabilidad de las series originales. Esta transformación hace posible reducir la dimensión del análisis eliminando los autovectores (componentes principales) de menor poder explicativo de la varianza de las series originales. En el caso extremo, en el cual sólo el primer componente principal es escogido, la dimensión del análisis se reduce a uno, transformando el conjunto de n variables originales en una sola serie con la capacidad de explicar un alto porcentaje de la variabilidad total.

Antes de la agregación de las variables para construir el IA-BBVA UEM, las series individuales son transformadas para hacerlas estacionarias. En la práctica, esto significa que se aplica una primera diferencia al logaritmo de las variables con tendencia. A continuación, todas las series son estandarizadas de tal manera que tengan media cero y desviación típica unitaria.

Usando estos datos estandarizados, se procede a calcular el IA-BBVA UEM, extrayendo primero los componentes principales del conjunto de indicadores utilizados. Esto permite construir el IA-BBVA UEM de acuerdo con los pesos de cada indicador en el agregado. Bajo este marco, el IA-BBVA UEM tiene la forma de una combinación lineal $Z_{it} = \gamma_1 \cdot X_{1t} + \dots + \gamma_i \cdot X_{it}$ donde X_{it} son los indicadores originales y γ_i son los pesos asignados a cada serie.

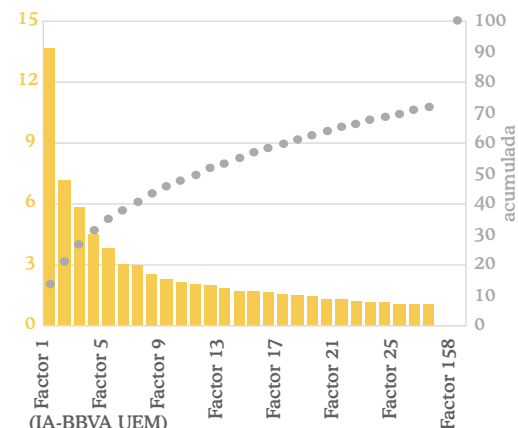
Por construcción, el indicador mensual elaborado tiene media cero y desviación típica uno. Como un elevado número de indicadores son desviaciones de las tasas de crecimiento respecto de su media, el indicador de actividad agregado podría interpretarse como desviaciones del indicador de su tendencia a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

Intuitivamente, el IA-BBVA UEM es el indicador sintético que mejor capta el movimiento común de los indicadores individuales del mes. Cuando todas las series individuales evolucionan al unísono, el movimiento común será relativamente alto y el peso asignado a cada indicador tendrá poca importancia. Pero cuando el movimiento común es relativamente bajo, con las series individuales evolucionando en con diferente signo, el valor del índice agregado depende críticamente de los pesos de las series.

La estrategia seguida, como en el Eurocoin o en Marcellino and Watson (2002), es incluir información (variables) tanto de países específicos

Gráfico 5.2.

Proporción de la varianza explicada por cada factor (en %)



Fuente: BBVA

Gráfico 5.3.

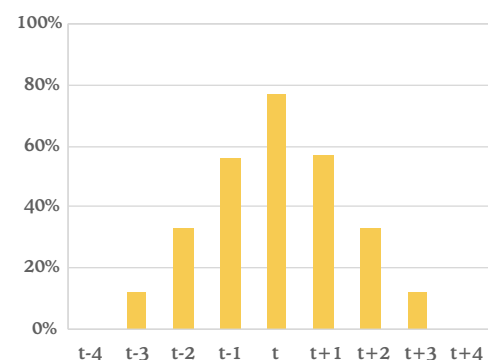
IA-BBVA UEM



Fuente: BBVA

Gráfico 5.4.

PIB UEM vs. IA-BBVA UEM, correlación cruzada



Fuente: Eurostat y BBVA

¹ Ver Alissimo, Bassanetti *et al.* (2001)

Cuadro 5.1. UEM, actividad 1tr 2004-3tr 2005

Fecha	IA - BBVA UEM	PIB UEM a/a
2004	0,10	1,7
1 tr. 2005	0,15	1,3
2 tr. 2005	-0,05	1,1
3 tr. 2005 (p)	0,28	1,5
Julio 2005	0,39	
Agosto 2005	0,13	
Sep. 2005 (p)	0,33	

(p) preliminar
 (*) En base trimestral
 Fuente: Eurostat y BBVA

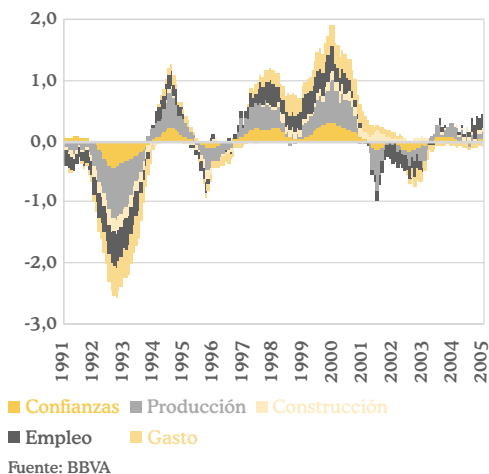
Cuadro 5.2. Contribución por países al IA-BBVA UEM

Fecha	IA-BBVA UEM	Alemania	Francia	Italia
1991- 1994	-1,01	-12%	-18%	-10%
1995 - 1999	0,42	20%	13%	7%
2000- 2005	0,34	1%	20%	17%
1ª mit. 2005	0,08	-46%	86%	-44%
3 tr. 2005	0,23	29%	63%	-21%
Octubre	0,39	19%	43%	-14%

Fecha	IA-BBVA UEM	España	Resto UEM	Total
1991- 1994	-1,01	-32%	-28%	100%
1995 - 1999	0,42	29%	30%	100%
2000- 2005	0,34	33%	28%	100%
1ª mit. 2005	0,08	122%	-17%	100%
3 tr. 2005	0,23	29%	1%	100%
Octubre	0,39	19%	1%	100%

(*) última revisión 18/11/2005
 Fuente: BBVA

Gráfico 5.5. Contribución sectorial al IA-BBVA UEM



como del agregado de la UEM. En la práctica, se utilizan datos de las mayores economías de la zona euro (Alemania, Francia, Italia y España) y un conjunto de los indicadores más relevantes de otros países de la Unión además de los datos agregados de la UEM. El uso de indicadores de referencia nacional facilita estimar un indicador sintético agregado más parsimonioso y permite el cálculo de la contribución de cada país al agregado del área.

Las series económicas escogidas también pueden ser clasificadas de acuerdo al grupo de indicadores al que pertenecen, lo que permite construir índices específicos para cada uno de ellos:

1. Producción: estadísticas de producción manufacturera.
2. Construcción: estadísticas de actividad del sector de construcción.
3. Mercado de trabajo: empleo, desempleo y vacantes.
4. Consumo personal: estadística de gasto en consumo personal (matriculaciones, ventas al por menor, etc.)
5. Sector exterior: datos de balanza comercial.
6. Valoración de los agentes sobre el estado de la economía: reflejado en las encuestas de confianza empresarial y de los hogares.

IA-BBVA UEM: la actividad finalmente se recupera

Como se esperaba, la estimación del IA-BBVA UEM presenta una alta correlación con el crecimiento del PIB de la UEM (cercana al 80%), captando apropiadamente sus oscilaciones.

Dado que las series individuales (y el propio indicador) han sido estandarizados, las fluctuaciones del indicador sobre (bajo) cero corresponden a una dinámica de la actividad sobre (bajo) su tendencia de largo plazo. Según esto, es fácil identificar los puntos de giro del ciclo económico europeo desde 1991 hasta 2005. Claramente la recesión de 1993 se corresponde con la primera caída fuerte registrada por el IA-BBVA UEM. Posteriormente, las otras dos fases de más suave desaceleración de la actividad registradas en 1995-1996 y 2001-2003, son captadas como desviaciones negativas (aunque menos pronunciadas que en 1993) respecto de la tendencia a largo plazo. Más recientemente el índice recoge los signos de recuperación registrados desde mediados de 2003. Toda vez que esta mejora sólo supuso una reducción de la brecha negativa en el nivel del indicador, sin llegar a consolidar una verdadera expansión. A partir del segundo trimestre de 2004, la economía del área del euro muestra una dinámica muy débil, y esto se refleja en oscilaciones del IA-BBVA UEM alrededor de cero. Los últimos datos, aunque sujetos a posibles revisiones, anticipan finalmente una consolidación de la expansión económica en el tercer trimestre de 2005. Así, en términos trimestrales el indicador registra su nivel más alto desde 2001, lo que resulta compatible con un crecimiento de PIB por encima lo registrado en trimestres anteriores.

El IA-BBVA UEM puede ser descompuesto en diferentes componentes. En particular, los indicadores individuales pueden ser clasificados según el país o grupo al que pertenecen. De esta manera se pueden construir unos indicadores alternativos sumando sólo las series ponderadas de cada categoría respectiva. Así, el IA-BBVA UEM puede ser reconstruido como la suma de índices de los países o de los sectores. Adicionalmente, si cada subíndice es re-escalado de nuevo para tener una desviación estándar de uno, su evolución puede ser comparada con el índice agregado para identificar si éstos se añaden o restan actividad al agregado.

Descomposición sectorial del índice

La descomposición del IA-BBVA UEM en diferentes componentes permite examinar la contribución de cada uno de ellos al nivel del agregado, ofreciendo una interpretación de sección cruzada en cada momento .

Según los pesos estimados de los factores, gran parte de la información relevante del indicador está relacionada con la producción, el gasto, el empleo y el sentimiento económico, mientras que el sector exterior parece tener sólo un efecto marginal, esto puede ser debido a que la contribución del sector exterior ya ha sido recogida en otras partidas de indicadores sensibles a la evolución del entorno internacional (como la producción industrial de bienes destinados a la exportación, etc.).

La contribución sectorial del indicador ha ido evolucionando a lo largo del tiempo (gráfico 5.5). Así, por ejemplo en la década pasada el componente de gasto dobló su contribución al índice, mientras que la contribución del componente de trabajo se redujo a una tercera parte. La contribución del componente de producción ha permanecido relativamente estable en el tiempo, mientras que el componente de construcción elevó bruscamente su contribución a comienzos de la actual década a la vez que en algunos países (como España) se experimentaba un auge de la actividad en este sector que permanece hasta hoy.

Las recuperaciones anteriores al año 2000 se desarrollaron con la misma secuencia: confianza / output / empleo / gasto / confianza / output / (...). En este contexto, la recuperación del mercado trabajo provocó un aumento del gasto y ambos componentes conjuntamente consolidaron la dinámica de la recuperación hacia una expansión. La última recuperación sin embargo, no ocurrió del mismo modo (gráfico 5.7), ya que la recuperación del output no fue seguida por una mayor contribución del empleo ni por una expansión del gasto. Ello dificultó la consolidación de la expansión dando origen débil crecimiento registrado desde 2003. Sin embargo, a la luz de los datos más recientes, el IA-BBVA UEM está empezando a repuntar, impulsado por el componente de producción y de empleo, que parecen compensar la pobre dinámica del gasto.

IA-BBVA UEM: una perspectiva por países

De la misma manera que en la desagregación por sectores, la desagregación del IA-BBVA UEM por países permite evaluar la contribución de cada una de las economías europeas de mayor peso a la actividad, y por tanto identificar la fuente del estancamiento registrado desde hace algunos años.

La contribución de los distintos países del área a la evolución del estado de la economía ha ido cambiando con el tiempo (gráfico 5.8). Alemania, que tuvo una contribución positiva al estado de la economía de la UEM en los años noventa, pasó a tener una contribución casi nula a comienzos de la década actual que e incluso llegó a ser negativa en los últimos años. Dado que otras grandes economías mantuvieron su contribución a la actividad en el mismo periodo, Alemania parece haber sido el principal responsable del estancamiento de los últimos años. Desde el comienzo de 2005, cuando el nivel del IA-BBVA UEM era prácticamente nulo, se ha incrementado el dinamismo del componente de España en el índice, a la vez que el resto de la UEM ha comenzado lentamente a contribuir. Los datos más recientes, los del tercer trimestre del año, muestran una recuperación de la actividad, impulsada por Alemania, España y Francia, mientras el resto de los países tienen todavía una contribución marginal. La recuperación de la actividad ha sido constatada con la reciente publicación de los datos de PIB.

La dinámica de los indicadores de actividad individuales de cada país es compatible con la evolución de sus respectivos PIB. Así, la correlación entre cada uno de los índices de actividad de los países y el crecimiento de su PIB es del 71%, 85%, 56% y 82% para Alemania, Francia, Italia y España respectivamente. El comportamiento de los países es bastante similar a lo largo del tiempo, aunque la intensidad de las desaceleraciones y recuperaciones difieren entre ellos. Por ejemplo, todos los países sufrieron recesiones al principio de los años noventa, pero fueron considerablemente más agudas en España y Alemania. La

Gráfico 5.6.

IA-BBVA UEM y componente del gasto

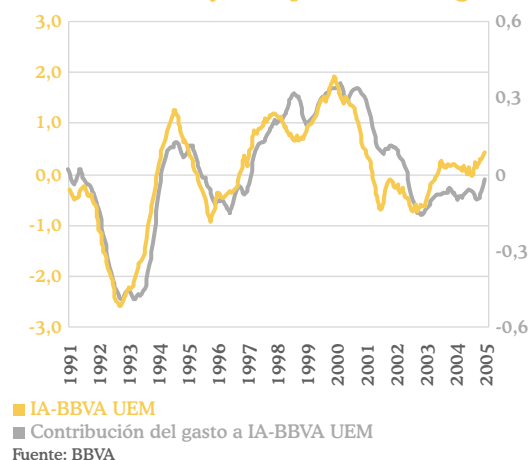


Gráfico 5.7.

Contribución sectorial al IA-BBVA UEM

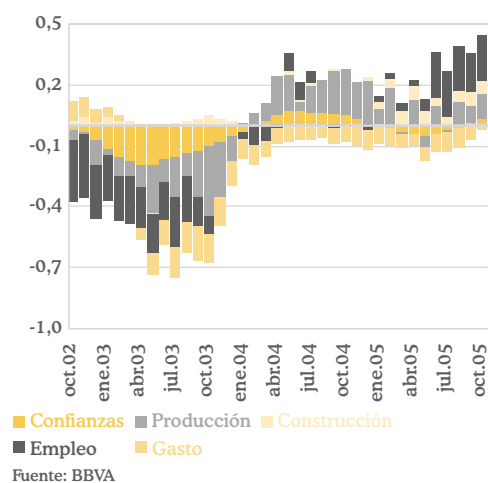


Gráfico 5.8.

Contribución por país al IA-BBVA UEM

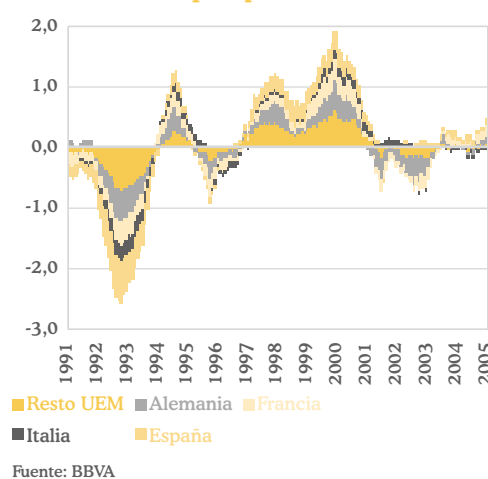
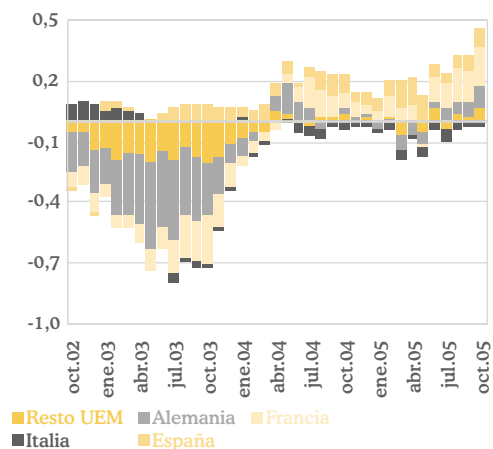


Gráfico 5.9.

Contribución por país al IA-BBVA UEM



Fuente: BBVA

Cuadro 5.3. IA-BBVA UEM: correlación inter-país

	Alemania	Francia	Italia	España	Portugal
Alemania	100%	66%	81%	70%	78%
Francia		100%	73%	80%	78%
Italia			100%	79%	75%
España				100%	87%
Portugal					100%

PIB UEM: Correlación inter-país

	Alemania	Francia	Italia	España	Portugal
Alemania	100%	76%	75%	60%	56%
Francia		100%	75%	66%	43%
Italia			100%	77%	51%
España				100%	60%
Portugal					100%

Fuente: BBVA

recuperación producida a continuación fue, sin embargo, mucho más fuerte en Alemania y Francia que en otras economías.

La semejanza en la dinámica entre los indicadores de actividad individuales de los países es aún más evidente si se observa la tabla de correlaciones cruzadas por países. Estos niveles de correlación entre los estados de las diferentes economías son considerablemente más altos que aquellos estimados sobre la base de los datos de PIB.

Conclusiones

El método de Análisis de Componentes Principales proporciona un único indicador, el IA-BBVA UEM, que resume gran parte de la información disponible de la actividad en la zona del euro. Este método ofrece una estimación consistente del estado subyacente de la economía, pudiendo además ser fácilmente modificado para ampliar su alcance a nuevas variables relevantes. Además, la metodología empleada permite la descomposición del índice agregado en distintos subcomponentes, lo que proporciona una perspectiva por sectores y países de la evolución de la actividad en la UEM. Finalmente, el IA-BBVA UEM tiene un alto grado de correlación con el crecimiento de los PIBs de la UEM y, dada su frecuencia mensual permite caracterizar en tiempo real el efecto de nuevos datos en el índice agregado.

Los datos más recientes del IA-BBVA UEM sugieren que la actividad de la UEM está en los comienzos de una renovada expansión, tras el fracaso de la recuperación iniciada el año pasado. A excepción de Italia, las principales economías de la zona euro están contribuyendo positivamente al índice. En lo que concierne a los sectores, la producción y el componente de empleo parecen ser los conductores de la actividad actualmente. El componente de gasto, todavía mantiene una contribución negativa al índice total, pero ha dejado de deteriorarse y muestra algunos signos de modesta recuperación.

Referencias

Massimiliano Marcellino, James H. Stock. and Mark W. Watson. "Macroeconomic Forecasting in the Euro Area: Country Specific versus Area Wide Information" . *Discussion Paper, NBER* July 2000.

Filippo Altissimo, Antonio Bassanetti *et al.* "EUROCOIN: A Real Time Coincident Indicator of the Euro Area Business Cycle" Dec. 2001 *CEPR Discussion Paper No. 3108*.

James H. Stock and Mark W. Watson. "Forecasting Using Principal Components From a Large number of Predictors" *Journal of the American Statistical Association* Dec. 2002, Vol.97, No 460, Theory and Methods.

Charles L Evans, Chin Te Liu and Genevieve Pham-Kanter. "The 2001 recession and the Chicago Fed National Activity Index: Identifying Business Cycle Turning Points" *3Q 2002 Economic Perspectives*.

La construcción del IA- BBVA UEM

El IA-BBVA UEM se corresponde con el primer componente principal extraído mediante el Análisis de Componentes Principales (ACP) de un conjunto de 158 indicadores individuales del estado de la economía del área del euro. El primer componente principal es el que tiene un mayor poder explicativo de la volatilidad del grupo de series originales. Este factor es una media ponderada de todos los indicadores utilizados, que a su vez se corresponde con la combinación más representativa de la tendencia subyacente del conjunto de datos.

Sea $X_{tk} = [X_{1t}, \dots, X_{kt}]$ un conjunto de datos que contiene $T=178$ muestras mensuales (ene-91 a oct-05)¹ de $K=158$ variables económicas reales. Estos datos han sido seleccionados de modo que desde un punto de vista de sección cruzada cubren el gasto (consumo, ventas al por menor y matriculaciones), la producción manufacturera, la construcción, el empleo (ocupados, parados y vacantes), el sector exterior (importaciones y exportaciones) y la valoración de los agentes sobre la situación económica. Del mismo modo, y desde un punto de vista del país de referencia, las series seleccionadas pertenecen a la UEM, Alemania, Francia, Italia y España, además de información adicional de otros países. A diferencia de otros análisis similares, ninguna de las variables está relacionada con el crecimiento monetario, con precios o con tasas de interés, dado que el análisis se enfoca exclusivamente en el estado de la economía en términos reales.

Antes de la estimación, fue necesario hacer algunas transformaciones en los datos originales para garantizar la estabilidad de la matriz de momentos de segundo orden sobre los que se efectúa el ACP. Las series no estacionarias fueron transformadas tomando tasas o primeras diferencias. Luego estas nuevas series fueron corregidas de valores atípicos. Se sigue el criterio de *Stock y Watson*, que identifica los valores atípicos como aquellos que son seis veces mayores que el rango inter-cuartílico de los datos. Una vez identificados, los datos atípicos fueron sustituidos por el valor mediano de las series. Finalmente se estandariza el conjunto de datos para que tengan media cero y desviación típica unitaria y así sean las variables comparables.

Después de la transformación de los datos, se estima la matriz de los momentos de segundo orden (en este caso la

matriz de correlaciones) $\Sigma = (T-K)^{-1} X'X$, que cuantifica todas las posibles relaciones entre las variables. De ésta matriz se extraerá el factor que mejor represente la tendencia común (subyacente) de los datos. La extracción del componente se realiza a través de la descomposición en factores principales (ACP)², método que se reduce en realidad a la solución a un problema de autovalores/autovectores de la matriz de correlaciones.

El problema de los autovalores / autovectores

(...) Suponiendo que $X = [x_{1t}, \dots, x_{kt}]$ son un conjunto de datos, y $\Sigma = (T-K)^{-1} X'X$ es la matriz de momentos de segundo orden. El procedimiento ACP se reduce la búsqueda a una matriz $\Gamma_k^* = [\gamma_1, \dots, \gamma_k]$ tal que $\Gamma_k^* \Sigma - \Lambda_k^* \Gamma_k^* = 0$, donde Λ_k^* es la matriz de autovalores Σ_k y Γ_k^* es la correspondiente matriz de autovectores. Por consiguiente, $Z_k^* = \Gamma_k^* X_k$ es un conjunto de k combinaciones lineales ortogonales tal que su expresión cuadrática reproduce la matriz de covarianza original, es decir, $\Gamma_k^* Z_k^* Z_k^* \Gamma_k^* \rightarrow \Gamma_k^* \Lambda_k^* \Gamma_k^* = (T-K)^{-1} X'X$ (...)

Ya que la matriz de correlación empírica usada es una estimación consistente de la matriz de correlación real de los datos, la estimación de los factores subyacentes también será consistente (Stock y Watson 2002). De todos los factores estimados ($k=158$) tomamos uno (Z_{1t}) que explica la mayor parte de la información ($V(Z_{1t}) > V(Z_{jt})$). Así, el IA-BBVA UEM tiene la forma siguiente:

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

Donde P y N definen el conjunto de variables de países y sectores, mientras I corresponde a las variables dentro de cada conjunto. γ son las estimaciones consistentes de los pesos utilizados para las ponderaciones de cada variable en el indicador.

La condición aditiva del indicador permite descomponer el IA-BBVA UEM como la suma de indicadores de un país o de un sector. Ambas expresiones reflejan perspectivas diferentes de idénticas medidas.

¹ En algunos casos se tuvo que recurrir a previsiones para inferir valores no disponibles en determinados periodos. Éste fue el caso de aquellas series que comenzaban después de 1991 y para otras cuyo valor en octubre de 2005 no era aún conocido.

² Una revisión del método de ACP y sus propiedades de eficiencia y consistencia se encuentran en *Stock y Watson (2002)*

6. Resumen de previsiones

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

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB a precios constantes	1,8	0,9	0,7	1,8	1,4	2,0	2,4
Consumo privado	1,8	0,9	1,1	1,4	1,3	1,8	2,4
Consumo público	2,2	2,5	1,5	1,1	1,2	1,6	2,0
Formación Bruta de Capital Fijo	0,1	-2,3	0,7	1,4	1,4	3,6	4,0
Existencias (*)	-0,4	-0,2	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0
Demanda doméstica (*)	1,0	0,3	1,4	1,7	1,5	2,1	2,6
Exportaciones (bienes y servicios)	4,1	1,9	0,7	6,0	4,6	5,7	5,5
Importaciones (bienes y servicios)	2,2	0,3	2,7	6,1	5,2	6,3	6,3
Demanda externa (*)	0,8	0,6	-0,7	0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Precios							
IPC	2,3	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	1,9***
IPC subyacente	1,9	2,5	2,0	2,1	1,5	1,7	2,0***
Precios industriales	2,0	-0,1	1,4	2,3	4,0	2,0	1,5
Mercado de trabajo							
Empleo	1,5	0,7	0,3	0,7	0,8	1,0	1,2
Tasa de paro (% de población activa)	7,9	8,3	8,7	8,9	8,6	8,4	8,2
Sector público							
Déficit (% PIB) (**)	-1,8	-2,5	-3,0	-2,7	-2,9	-2,9	-2,7
Sector exterior							
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	-0,3	0,8	0,3	0,6	0,0	-0,2	-0,2

*Previsiones inflación: fin de período

**Incluyendo ingresos UMTS

*** Incluido el aumento del IVA en Alemania.

Entorno internacional (% interanual)

	Crecimiento real del PIB (%)				Inflación (%)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
EE.UU.	4.2	3.6	2.8	3.0	2.3	3.4	2.6	2.1
Reino Unido	3.2	1.6	2.0	2.2	1.3	2.1	2.0	2.0
Japón	2.7	2.0	2.5	2.0	0.0	-0.2	0.2	0.2
Latam (*)	5.9	4.4	3.6	3.0	6.8	5.9	5.7	5.5

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

Variables financieras (final de período)

	Tipo oficial (%)				Tipo de interés a 10 años (%)			
	25/11/05	Dic-05	Dic-06	Dic-07	25/11/05	Dic-05	Dic-06	Dic-07
UEM (*)	2.00	2.25	2.75	3.50	3.4	3.5	4.0	4.3
EE.UU.	4.00	4.25	4.75	4.75	4.5	4.6	4.9	5.1

* Tipos de interés a 10 años referidos a bonos alemanes

	Tipo de cambio (vs euro)				Brent			
	25/11/05	Dic-05	Dic-06	Dic-07	25/11/05	Dic-06	Dic-07	
EE.UU.	1.18	1.19	1.22	1.25	\$/b	55	48	43

Resumen de previsiones economía española

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

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB a precios de 2000	3,5	2,7	3,0	3,1	3,4	3,1	2,8
Consumo Privado	3,2	2,9	2,6	4,4	4,5	3,9	3,4
Consumo Público	3,9	4,5	4,8	6,0	4,7	4,5	4,5
Formación bruta de capital fijo	4,5	3,3	5,6	4,9	7,5	6,0	4,5
Bienes de equipo	0,1	-2,9	2,5	3,7	9,3	7,5	6,0
Construcción	6,8	6,2	6,3	5,5	6,3	4,6	2,9
Otros Productos	6,0	5,0	7,7	4,4	8,2	8,1	7,0
Variación de existencias (*)	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	3,6	3,0	3,8	4,7	5,2	4,4	3,8
Exportación bienes y servicios	4,0	1,8	3,6	3,3	1,1	3,3	3,6
Importación bienes y servicios	4,2	3,9	6,0	9,3	7,5	7,3	6,5
Saldo exterior neto (*)	-0,1	-0,3	-0,8	-1,6	-1,8	-1,3	-1,0
PIB a precios corrientes	7,9	7,2	7,1	7,3	7,6	7,4	6,7
miles de Millones de Euros	679.842	729.021	780.550	837.316	900.822	967.519	1.031.945
Precios y costes							
Deflactor del PIB	4,2	4,4	4,0	4,1	4,1	4,1	3,8
Deflactor consumo hogares	3,4	2,8	2,9	3,4	3,3	2,9	2,6
IPC	3,6	3,5	3,0	3,0	3,4	2,9	2,8
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,0	1,3	1,0	0,9	1,2	1,0	0,9
Remuneración por asalariado	3,6	3,3	3,4	3,3	2,7	2,8	3,0
Coste laboral unitario (CLU)	3,3	3,0	2,9	2,8	2,4	2,7	2,7
Mercado de trabajo							
Población activa, EPA	0,3	4,1	4,0	3,3	3,3	2,9	2,9
Empleo EPA	4,1	3,0	4,0	3,9	5,6	4,1	3,3
Variación en miles de personas	640	484	666	675	1001	769	658
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,2	2,4	2,5	2,6	3,1	3,0	2,5
Tasa de Paro (% activos) (**)	10,6	11,5	11,5	11,0	9,1	8,0	7,6
Productividad	0,3	0,3	0,4	0,5	0,2	0,1	0,2
Sector Público							
Deuda (% PIB)	56,3	53,2	49,4	46,9	44,2	41,9	40,7
Déficit AA.PP. (% PIB)	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	0,2	0,1	-0,4
Sector Exterior							
Saldo Comercial (% PIB)	-6,3	-5,8	-5,9	-7,2	-8,8	-8,5	-8,3
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-3,9	-3,3	-3,6	-5,3	-8,0	-7,0	-6,5

Fuente: organismos oficiales y BBVA

(*) Contribución al crecimiento del PIB

(**) En 2005 se ha producido un cambio en el cuestionario de la EPA que reduce la tasa de paro en aproximadamente 4 décimas.

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

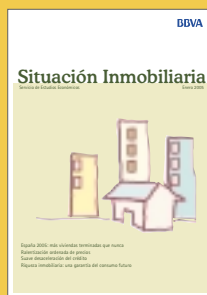
Norteamérica: Jorge Sicilia
Estados Unidos: Nathaniel Karp
México: Adolfo Albo

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.