

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Julio 2006



Más crecimiento en 2006

Diferencial de inflación y diferencial de demanda

Más empleo, pero ¿cómo es?

Necesidad de financiación, quién invierte y quién ahorra

Indice

Fecha de cierre: 25 de julio de 2006

1 Editorial	1
2 Entorno exterior	2
3 España	5
Recuadro: "Indicador Sintético de Actividad de España"	10
Recuadro: "Indicadores fiscales de grandes empresas, fuente de información coyuntural"	12
Recuadro: "España y UEM: diferencial de inflación y presión de demanda"	15
Recuadro: "El empleo en España: convergencia con la UE, rotación elevada y divergencias regionales persistentes"	17
4 Necesidad de financiación, quién invierte y quién ahorra	20
5 Resumen de previsiones	28

Han elaborado esta publicación:

Carmen Hernansanz	34 91 374 61 22	carmen.hernan@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
José Félix Izquierdo	34 91 374 42 00	jfelix.izquierd@grupobbva.com
Edita Pereira	34 91 537 76 13	edita.pereira@grupobbva.com

1. Editorial

El entorno global en el que se desenvolverá la economía española en 2006 y 2007 continuará siendo favorable. Resulta relevante que la UEM, después de un prolongado periodo de relativa debilidad, crecerá más intensamente apoyada tanto en el dinamismo del comercio mundial como de su demanda doméstica, como reflejan los aumentos de la inversión, el empleo y el consumo de los hogares. Se prevé un aumento del PIB del área del 2,3% en 2006 y 2,2% en 2007, aunque este escenario central está sometido a la incertidumbre de las renovadas tensiones en Oriente Próximo, lo que podría impulsar al petróleo a batir nuevos máximos.

La economía española intensificó su crecimiento en el segundo trimestre de 2006 con una tasa anual del 3,7%, 0,2 puntos más que en el trimestre anterior y 0,4 puntos más que hace un año, con mayor fortaleza de la inversión, en equipo y construcción, y mejora de las exportaciones, lo que más que compensa la moderación del consumo y el sostenido crecimiento de las importaciones. Este comportamiento es destacable en un entorno de tipos de interés al alza y de elevados precios del petróleo, cuyo encarecimiento (en euros un 13% más que al finalizar 2005) incrementó en 0,9 puntos del PIB la transferencia de renta al exterior por importaciones de energía en el primer trimestre de 2006. El freno que ambos factores suponen para la renta disponible está siendo compensado por la expansión del crédito, que en mayo creció el 23%, cinco puntos más que un año antes.

Para el conjunto de 2006 el crecimiento previsto es del 3,6%, por encima del 3,4% de 2005. La mejora de la demanda externa, más intensa de lo esperado previamente, y la persistencia de una elevada actividad en la construcción, aumentan las perspectivas de crecimiento previas. Todo ello ha compensando las subidas de tipos de interés en Europa, algo más rápidas también de lo previsto, y las sostenidas tasas de inflación en un entorno de precios del petróleo al alza.

El renovado dinamismo coyuntural de mediados de 2006 se moderará gradualmente por el menor brío de los factores que vienen impulsando la demanda, y sobre todo porque, a pesar de que las condiciones financieras seguirán teniendo un carácter acomodaticio, su continuado endurecimiento terminará afectando a la demanda de crédito y al gasto, más si se considera el mayor endeudamiento y carga financiera de los agentes. Además, aunque el incremento del empleo seguirá sosteniendo la renta disponible de los hogares, la inflación frenará su crecimiento real. También, la desaceleración de los precios de la vivienda modera el aumento de la riqueza inmobiliaria de los hogares y, por lo tanto, su efecto alcista sobre su gasto en consumo. Esta moderación del gasto doméstico será más intensa que el impulso que está proporcionando ya la mejora de la demanda externa a la inversión empresarial y las exportaciones. La inversión mantendrá crecimientos relativamente elevados dado el todavía bajo nivel del coste de uso del capital, la saneada situación financiera de las empresas y las sostenidas expectativas de actividad exterior. En cuanto al impulso a las exportaciones de bienes y servicios, la demanda externa enmendará el freno del deterioro de la competitividad-precio. Sin embargo, el continuado aumento de los precios interiores frente a los de las importaciones favorecerá el crecimiento de éstas, que se mantendrán en tasas relativamente elevadas a pesar de la desaceleración de la demanda doméstica. Así, se estima que el PIB se desacelerará hasta el 3,0% en 2007, con una drenaje del sector exterior de 1,2 puntos, inferior al de 2006 pero históricamente elevado.

Respecto a la inflación, en 2006 se incrementará en términos absolutos y se ampliará el diferencial con el conjunto de la UEM, subida que no responde únicamente al efecto directo de los mayores precios energéticos, sino que también se advierten efectos indirectos del encarecimiento de otros elementos del proceso productivo y de la relativamente más alta presión de la demanda.

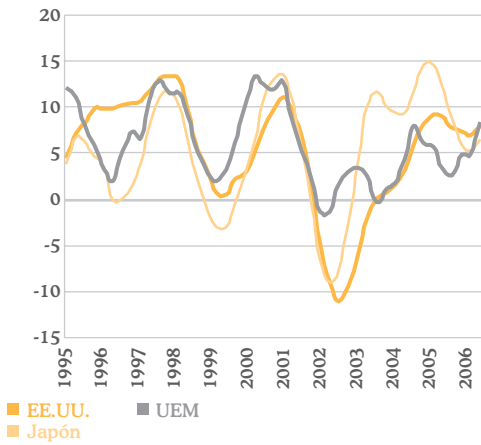
No se perciben efectos de segunda ronda por un aumento de los salarios. Las tarifas negociadas en convenios muestran crecimientos similares a los de años anteriores e incluso el coste salarial pagado por las empresas se está desacelerando. Sin embargo, la generalización de las cláusulas de salvaguarda del poder adquisitivo es una rigidez que añadirá un punto porcentual al aumento salarial negociado en 2006. La reforma laboral acordada por los agentes sociales y el Gobierno continúa con el modelo de retoques parciales sobre las posibilidades de contratación de determinados colectivos y con plazos concretos de aplicación, lo que no ha reducido la elevada rotación de la contratación. Este enfoque reformador parece insuficiente para afrontar el reto de ligar la evolución de salarios y productividad, que se han movido hasta ahora acompasadamente gracias al fuerte crecimiento de la población activa.

Finalmente, las necesidades de financiación de la economía española han experimentado un incremento continuado en los últimos años como respuesta a un entorno de tipos de interés estructuralmente más bajos y a la existencia de oportunidades de inversión atractivas, tanto en el interior como en el exterior. Este proceso inversor se ha canalizado a través de las entidades financieras, correa de transmisión entre el sector privado doméstico y el ahorro exterior. Las perspectivas de sostenibilidad de este proceso son favorables como resultado del diferencial entre la rentabilidad de las empresas y su coste de financiación y el impacto positivo que ha supuesto la mayor inversión inmobiliaria en la situación patrimonial de las familias.

Gráfico 2.1.

Exportaciones reales: EE.UU., UEM y Japón

En tasa interanual



Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA y Estadísticas Nacionales

2. Entorno exterior

Internacional

La actividad mundial: más protagonistas

La primera mitad de 2006 termina con unos niveles de crecimiento económico global que han seguido superando las previsiones más optimistas. En el ámbito de países desarrollados, EE.UU. registró un ritmo de crecimiento anual promedio del 3,5% durante el último año. Tanto Japón como la zona euro han dado signos que apuntan hacia tasas de crecimiento mayores. Por su parte, las principales economías emergentes se mantienen en niveles de crecimiento elevados.

Este contexto internacional sigue estando caracterizado por una inflación moderada, a pesar de la expansión económica y la escalada de precios en materias primas. Sin embargo, existe una creciente preocupación sobre la posibilidad de que presiones inflacionistas de los insumos puedan finalmente transmitirse hacia el resto de la economía. Ello ha provocado una mayor incertidumbre sobre la política monetaria, especialmente en EE.UU. Cuando se comparan los tipos de interés descontados por los mercados en mayo con los actuales, se observa un claro aumento. El escenario económico caracterizado por una menor liquidez global se ha traducido en que la volatilidad ha abandonado mínimos y el apetito por el riesgo ha disminuido.

Las previsiones apuntan a que el crecimiento relativamente generalizado va a continuar. A pesar de que algunos indicadores económicos en EE.UU. han mostrado recientemente una moderación de la actividad, el ritmo de crecimiento observado y previsto es relativamente alto. El sector industrial y sus niveles de inversión siguen estando favorecidos por los beneficios empresariales, aunque la senda alcista en tipos de interés puede moderar esta tendencia. Por otro lado, el crecimiento del consumo tiende a cierta estabilidad. A pesar del comportamiento de los precios energéticos o de los activos inmobiliarios, los índices de confianza del consumidor se ven apoyados por la riqueza financiera acumulada en mercados bursátiles, y por unos niveles de desempleo bajos. Estos factores pueden ser un contrapeso a la desaceleración del sector inmobiliario, que propiciará una ligera moderación del consumo privado para la segunda mitad de 2006. En nuestro escenario central, esperamos que EE.UU. presente un crecimiento del 3,3% en 2006 y del 3,2% el próximo año.

En la UEM aparecen por fin los primeros signos de recuperación del gasto de las familias. En Alemania, una de las economías más retrasadas en esta expansión, los indicadores siguen siendo positivos y el optimismo es más generalizado. Por último, Japón continúa su camino hacia un crecimiento promedio del 3%. Al término del primer trimestre de este año, el output gap de la economía nipona tocaba territorio positivo por primera vez en más de ocho años. Las expectativas continúan siendo optimistas y sostenidas a lo largo del 2006 y 2007.

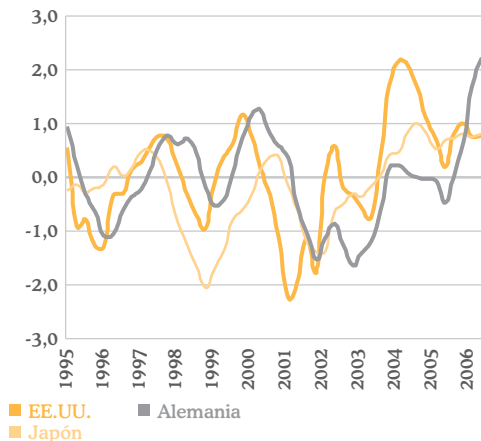
Este nuevo balance mundial, en el que se recupera la demanda interna de Europa y Japón, permite depender menos del crecimiento económico de EE.UU. y de China, y se vislumbra como un factor que ayudará en el ajuste gradual de los desequilibrios. Este contexto internacional favorable continuará siendo un motor de apoyo para el comercio mundial y para los sectores industriales exportadores.

Dado el crecimiento estable y la inflación relativamente controlada, los tipos oficiales en EE.UU. se mantendrán en el 5,25% en 2006 y 2007.

Gráfico 2.2.

Confianzas industriales

(índices estandarizados)



Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA y Estadísticas Nacionales

Mientras tanto, la UEM finalizará este año con tipos de interés oficiales en 3,5% y el próximo año en 4,0%, dada la mejoría en las expectativas de crecimiento y la existencia de presiones inflacionistas. Con este escenario base, y en el supuesto de que el ciclo alcista en EE.UU. ha terminado, los tipos de 10 años oscilarían entre el 5,1%-5,2%, pero manteniendo un sesgo al alza en caso de presentarse sorpresas coyunturales en crecimiento o inflación. La previsión del escenario base para la zona euro deja los tipos a largo plazo entre el 4,0% y 4,3%. Esta evolución de los tipos de interés ya no favorecerá al dólar como hace unos trimestres. Ello junto al creciente consenso sobre la necesidad de un dólar más depreciado, lleva a prever que el dólar se situará entre el 1,25-1,30 con el euro.

No obstante, sigue existiendo preocupación por los desequilibrios que caracterizan a este ciclo de expansión. De hecho, y aunque en el corto plazo la economía mundial pueda convivir con estos desequilibrios (alto déficit por cuenta corriente en EE.UU., y altos precios del petróleo), el consenso sobre la necesidad de un ajuste a medio plazo es cada vez mayor.

UEM

Europa: aceleración, pero con incertidumbres hacia el futuro

La buena marcha de la economía de la zona euro se ha consolidado en los últimos meses. Tras crecer a un ritmo del 2,0% en el primer trimestre del año, todo apunta a que en el segundo trimestre se va a registrar una nueva aceleración del crecimiento, previsiblemente hacia tasas cercanas al 2,3%-2,4%. A diferencia de lo que está ocurriendo en EEUU, donde hay dudas crecientes sobre la posibilidad de mantener un ritmo de crecimiento tan fuerte, en Europa no sólo se está acelerando la actividad, sino que la dinámica subyacente es favorable para apostar por su sostenibilidad en 2006 y 2007.

Se espera que el dinamismo del comercio mundial siga apoyando las exportaciones europeas y, a través de las mejores expectativas de actividad, a la inversión en capital, que continuará a su vez, soportada por los altos beneficios empresariales y la elevada liquidez de las empresas. La aceleración del crédito a empresas no financieras, a tasas de dos dígitos, pone de manifiesto el interés inversor de las empresas, con unos fondos que se destinan cada vez más a la compra de bienes de capital y no a reestructurar deuda o financiar operaciones de fusiones y adquisiciones como en años anteriores.

También se observan indicios de reactivación en el consumo privado, componente que más retraso llevaba en la recuperación. La mejora del mercado de trabajo que se está produciendo a nivel europeo permite apostar por una aceleración del consumo privado más allá de los efectos puntuales derivados de la celebración del Mundial y del efecto anticipación por el aumento del IVA en Alemania. Con todo, se espera que la UEM crezca un 2,3% en 2006, la tasa más alta desde el año 2000, y un 2,2% en 2007.

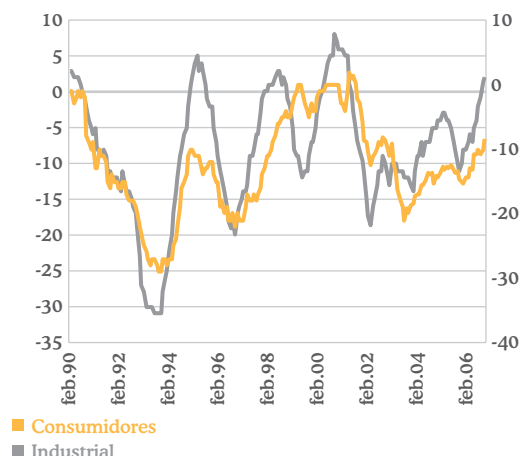
Indudablemente, los factores de riesgo derivados de un aumento del precio del petróleo sesgan el balance de riesgos hacia un menor crecimiento. Así, se estima que un incremento gradual de los precios del petróleo hasta superar los 90 dólares por barril en 2007, podría reducir el crecimiento de la zona del euro un punto porcentual, consecuencia no solo del efecto de los mayores precios del petróleo, sino también la

Gráfico 2.3.
IA-BBVA UEM



Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 2.4.
UEM: Indicadores de confianza

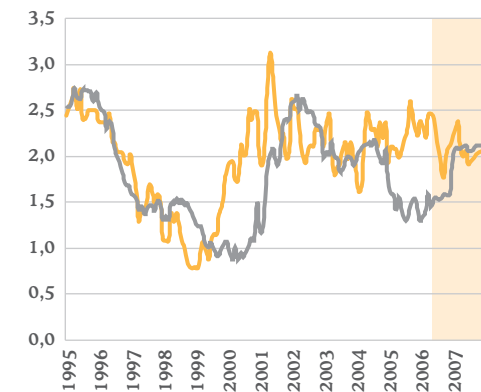


Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA y Estadísticas Nacionales

Gráfico 2.5.

UEM: Inflación

En tasa interanual



■ IPCA

■ Subyacente

Fuente: Eurostat y Servicio Estudios Económicos BBVA

apreciación del euro. Sin embargo, no se puede descartar ni una subida más acusada ni un efecto más intenso sobre el crecimiento, ante la existencia de efectos umbral o no lineales a partir de determinado nivel de precios. En cualquier caso, éstos son escenarios de riesgo a los que se asigna una baja probabilidad.

En cuanto a la inflación, de acuerdo a la información disponible, el límite de estabilidad de precios establecido por el BCE se superará de nuevo en 2006 y 2007, con el 2,2% y 2,1% respectivamente. La fuerte subida de los precios energéticos ha sido hasta ahora el principal responsable de ello, ya que excluyendo alimentos frescos y energía la inflación permanece contenida, reflejando el reducido efecto de las presiones de precios energéticos sobre el núcleo inflacionista. También, los salarios permanecen controlados. Sin embargo, las expectativas de inflación obtenidas a partir de encuestas a los consumidores y a las empresas, han repuntado súbitamente, a la vez que el *output gap* negativo se reduce más rápidamente de lo esperado previamente. De hecho, se espera una moderada aceleración de la inflación subyacente en 2007, a la que hay que sumar el impacto de la subida del IVA en Alemania.

BCE, más que palabras

En este contexto, el BCE parece decidido a continuar el ciclo alcista de tipos de interés. Las subidas se justifican principalmente por la necesidad de ir retirando el elevado grado de laxitud monetaria y no tanto porque se perciban fuertes presiones inflacionistas a medio plazo. Las expectativas de inflación parecen bien ancladas y las desviaciones al alza se atribuyen básicamente a la energía. Sin embargo, el riesgo de transmisión persiste, particularmente en un contexto de aceleración del crecimiento. También, en un entorno de continuos crecimientos de la demanda global, la presión a la baja de los precios derivada de la globalización comercial podría reducirse. El fuerte crecimiento monetario y del crédito es un factor adicional que empuja a que el BCE continúe con su proceso de tensionamiento monetario.

A la vez que los datos más recientes resultan coherentes con un escenario de sólida recuperación en el área del euro, incertidumbres crecientes aparecen en el entorno exterior del área, particularmente las relacionadas con el riesgo geopolítico. Si estas incertidumbres se intensifican, se podría interrumpir la expansión en marcha en la zona euro, algo con probabilidad reducida pero que no se puede ignorar. Si ello viniese acompañado de un repunte en la inflación, el BCE se podría ver afectado por un dilema en la implementación de su política monetaria.

Con todo, en el escenario central de crecimiento por encima del 2% en 2006 y 2007, cabe esperar que el BCE suba los tipos hasta el 3,5% en 2006, y otros 50 puntos básicos adicionales a principios de 2007.

3. España

Un ajuste gradual que se retrasa

A lo largo del primer semestre de 2006 se intensificó el dinamismo de la economía española, con un crecimiento previsto del PIB del 3,7% anual en el segundo trimestre del año, 0,2 puntos más que en el primero. Este renovado dinamismo coyuntural se moderará gradualmente, respondiendo al menor brío de los factores que vienen impulsando la demanda de empresas y hogares. Aunque el incremento del empleo seguirá sosteniendo la renta y la riqueza en manos de los hogares, existen elementos que apuntan a su moderación. En primer lugar y, a pesar de que las condiciones financieras seguirán teniendo un carácter acomodaticio, están registrando un paulatino endurecimiento. Con ello, y considerando además que el mayor nivel de endeudamiento ha elevado la sensibilidad de la economía a cambios en los tipos de interés, se frenará la expansión del gasto. Además, la desaceleración de los precios de la vivienda y el sostenido nivel de la inflación entre el 3,5% y el 4%, limitarán el aumento de riqueza y la renta real en manos de los hogares. Esta moderación del gasto doméstico será más intensa que el impulso que está proporcionando ya la mejora de la demanda externa. Su impulso a las exportaciones de bienes y servicios enmendará el freno impuesto por el deterioro de la competitividad-precio. Adicionalmente, el continuado aumento de los precios interiores frente a los de las importaciones favorecerá el crecimiento de las compras de bienes y servicios del exterior. Con todo ello, se espera que el PIB crezca en 2006 el 3,6%, registrándose en 2007 una desaceleración hasta el 3,0%.

Mejora de la situación coyuntural

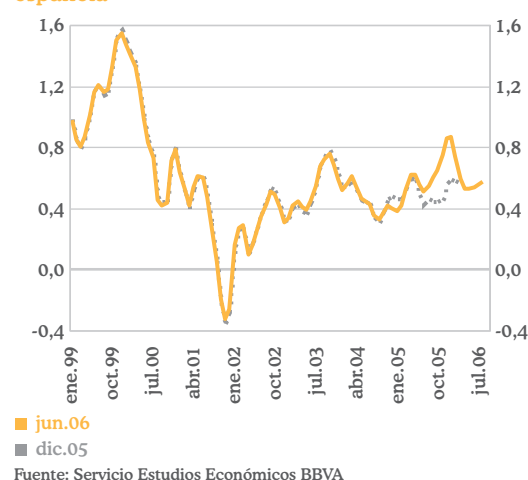
Con un crecimiento del PIB del 3,5% anual en el primer trimestre del año, la economía española mantuvo el dinamismo de periodos anteriores, apoyada en una contribución de la demanda nacional del 5,0% parcialmente compensada por el drenaje del sector exterior de 1,5 puntos. A lo largo de la primera mitad de 2006, distintos indicadores de actividad, especialmente en el sector inmobiliario, el empleo y endeudamiento evolucionaron por encima de las perspectivas vigentes a finales de 2005, que eran coherentes con un escenario de desaceleración gradual ya desde la primera mitad de 2006. Así, el indicador de estado de la economía española elaborado por BBVA, IA BBVA¹, mantiene

¹ Refleja el estado de la economía española agregando en una única serie la información proporcionada por distintos indicadores de producción, gasto, expectativas, inversión, empleo y construcción. Es un indicador estandarizado con media cero y desviación típica unitaria, de modo que niveles positivos (negativos) se equiparan a crecimientos superiores (inferiores) al tendencial.

Gráfico 3.1.

IA BBVA España

Indicador sintético del estado de la economía española

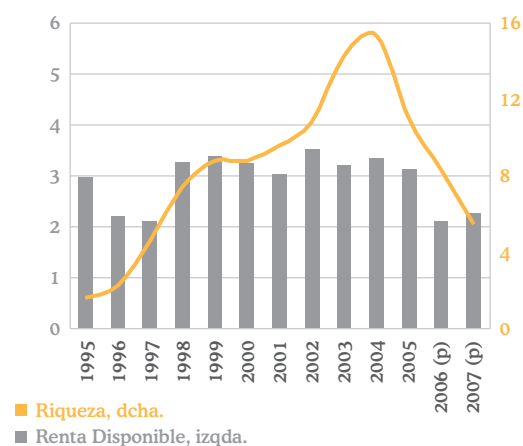


Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 3.2.

Renta y riqueza real en manos de los hogares

% a/a



Fuente: INE, BdE y Servicio Estudios Económicos BBVA

Cuadro 3.1. España, PIB Base 2000

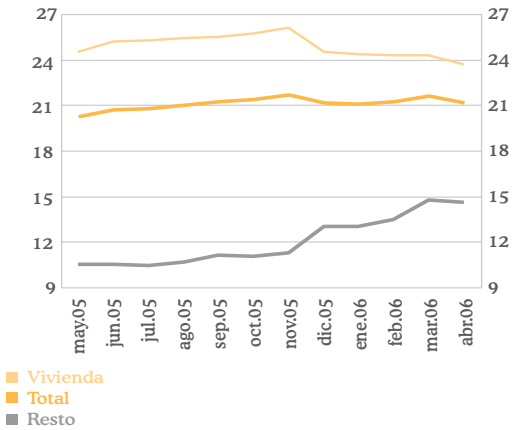
tasas a/a	1tr05	2tr05	3tr05	4tr05	1tr06	2tr06	3tr06	4tr06	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Consumo hogares	4,6	4,6	4,3	4,0	4,0	3,9	3,7	3,7	3,2	2,9	2,6	4,4	4,4	3,8	3,2
Consumo AA.PP.	5,2	4,0	4,2	4,6	4,7	5,0	5,0	5,0	3,9	4,5	4,8	6,0	4,5	4,9	5,0
FBCF	7,0	7,6	7,3	6,8	6,3	7,1	6,5	6,2	4,5	3,3	5,6	4,9	7,3	6,5	4,6
Equipo y Otros	8,5	9,5	8,7	8,5	7,0	7,6	6,8	6,4	2,2	0,0	4,5	4,0	8,8	6,9	5,7
Equipo	9,7	10,3	8,8	9,1	8,3	9,0	8,2	7,9	0,1	-2,9	2,5	3,7	9,5	8,3	6,4
Otros Productos	6,6	8,2	8,6	7,6	4,9	5,5	4,5	4,0	6,0	5,0	7,7	4,4	7,7	4,7	4,5
Construcción	6,1	6,2	6,3	5,6	5,7	6,7	6,2	5,9	6,8	6,2	6,3	5,5	6,1	6,1	3,7
Vivienda	5,9	5,9	7,0	5,1	7,4	8,0	7,5	7,0	6,0	7,0	9,5	6,0	6,0	7,5	4,5
Resto	6,2	6,5	5,6	6,1	4,1	5,5	5,0	5,0	7,6	5,7	3,5	5,1	6,1	4,9	3,0
Var. existencias (*)	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	5,5	5,4	5,3	5,0	5,0	5,3	5,0	5,1	3,7	3,4	3,8	4,9	5,3	5,1	4,2
Exportaciones	-1,4	1,3	2,1	1,9	9,4	5,2	6,1	6,2	4,0	1,8	3,6	3,3	1,0	6,7	8,7
Bienes	-2,8	1,9	-0,3	-0,6	12,7	4,6	4,8	7,6	3,9	3,4	5,0	4,4	-0,4	7,4	8,8
Importaciones	6,2	7,9	7,8	6,6	12,3	8,5	8,4	8,7	4,2	3,9	6,0	9,3	7,1	9,5	9,7
Bienes	7,6	8,4	7,0	5,3	11,6	6,4	6,3	7,4	3,9	4,5	6,4	10,1	7,1	7,9	8,2
Saldo exterior (*)	-2,2	-2,0	-1,8	-1,5	-1,5	-1,7	-1,4	-1,5	-0,2	-0,7	-0,8	-1,8	-1,9	-1,5	-1,2
PIB pm	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,7	3,6	3,5	3,5	2,7	3,0	3,1	3,4	3,6	3,0

(*) contribuciones al crecimiento
Fuente: INE y previsiones BBVA

Gráfico 3.3.

Crédito a Hogares

% a/a

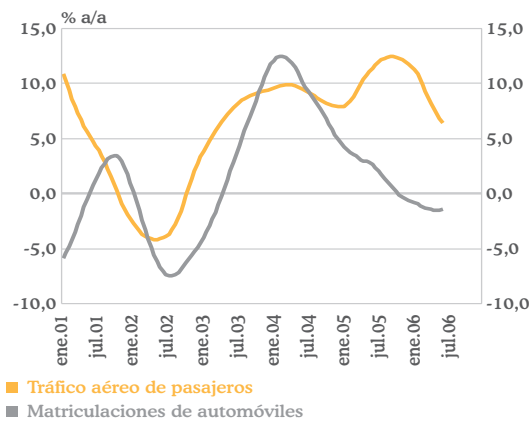


Fuente: Banco de España

Gráfico 3.4.

Indicadores de Consumo

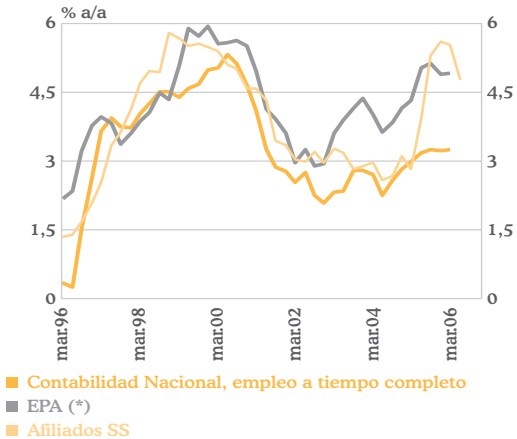
tendencias



Fuente: ANFAC, AENA y Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 3.5.

Crecimiento del empleo



Fuente: INE y Servicio Estudios Económicos BBVA (*) EPA corregida de efecto cuestionario

Cuadro 3.2. Peso de la vivienda en el PIB

	1970-2005	1970-1980	1980-1994	1995-2005	2005
España	5,7	6,4	4,8	6,1	7,3
Alemania	6,7	—	6,9	6,6	5,5
Holanda	6,8	8,1	6,4	6,0	5,9
Irlanda	8,9	10,7	8,4	8,7	10,1
R. Unido	4,0	5,0	4,0	3,1	3,2
Australia	7,2	7,6	7,3	6,8	7,0
EE.UU.	5,0	5,8	4,6	4,8	5,4

Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

una tendencia de aumento desde comienzos de 2005 que, aunque parece frenarse a mediados de 2006, supera las expectativas vigentes en diciembre de 2005. Esta mejora del estado de la economía se ha producido como consecuencia de aumentos en los indicadores ligados a la inversión y la producción industrial, las rúbricas más expuestas a la mejora de la demanda externa. Los componentes de construcción y gasto mantienen las tendencias previas con niveles positivos y negativos respectivamente respecto de su estado de crecimiento tendencial.

Consumo, desaceleración gradual

El gasto en consumo de los hogares se está desacelerando, tanto en bienes como en servicios. Así, las matriculaciones de automóviles registran caídas interanuales cercanas al 2%, continuando la etapa de moderación iniciada en la primera mitad de 2004. El gasto en bienes no duraderos también crece más despacio, como refleja el Índice de Comercio Minorista de este tipo de bienes. En cuanto al gasto en servicios, aunque se ha venido manteniendo en tasas de aumento superiores a las de bienes, en los últimos meses está iniciando una desaceleración, como muestra la serie de tráfico aéreo de pasajeros.

Los factores determinantes del consumo de los hogares, su renta disponible y su riqueza, están moderando sus incrementos en línea con la evolución de la renta salarial real (empleo y salarios reales) y la continuada desaceleración de los precios de la vivienda. Con ello, se consolida el escenario de moderación del consumo de los hogares que se viene registrando desde el segundo semestre de 2004 y que continuará en 2006 y 2007. Sin embargo, el rápido ritmo de aumento del crédito al consumo en la primera mitad de 2006 podría estar contribuyendo a mantener la expansión del gasto, por lo que su moderación será menos acusada de lo que se esperaba hace unos meses.

Por su parte, el empleo se mantendrá como el principal factor de soporte de la renta disponible de los hogares, con crecimientos cercanos al 3% registrado en 2005 en términos de Contabilidad Nacional, el más elevado de los últimos tres años. Los continuados descensos del coste laboral unitario real favorecen el uso más intensivo del factor trabajo. Además, el proceso extraordinario de regularización de inmigrantes de 2005 normalizó la situación de 573.000 trabajadores, el 3% de los afiliados a la Seguridad Social al finalizar el año. Este escalón alcista en los datos se está compensando a la baja desde mediados de 2006, como muestran los menores aumentos registrados por la afiliación a la Seguridad Social. Con todo, probablemente, la regularización de empleo no supone un mero aumento estadístico, sino que también tiene un componente de más empleo "real". La "legalización" reduce el incentivo a no contestar los cuestionarios de la EPA, además de que los registros administrativos son la fuente de referencia para los datos de empleo de Contabilidad Nacional en algunas ramas de actividad como por ejemplo el servicio doméstico, que a priori resulta especialmente afectado por la regularización de 2005.

Vivienda: perspectiva de ajuste gradual, pero desde 2007

Al igual que en el caso del consumo, también se está dando un aumento sostenido del crédito hipotecario que, en un entorno de precios de vivienda desacelerados, sugiere un aumento del volumen de demanda de financiación por parte de los hogares. A la vez, se observan repuntes en algunos indicadores de demanda inmobiliaria (tasaciones) y actividad (viviendas iniciadas) que resultan coherentes con un mayor dinamismo del previsto en la construcción de vivienda. Los factores de demanda doméstica, los mismos que inciden en el gasto en consumo de los hogares, justifican un escenario de medio plazo de ajuste gradual para el sector. Así, es previsible que la inversión en vivienda consiga en 2006 su mayor aumento desde 2003, con un aumento real del 7,5% para desacelerarse también más acusadamente en 2007, cuando el carácter menos acomodaticio de las condiciones financieras se haga sentir con más intensidad, hasta el 4,5% de crecimiento real.

Los elevados crecimientos de la inversión en vivienda en los últimos años, han incrementado paulatinamente su peso sobre el PIB, hasta alcanzar en términos reales el 7,3% del PIB de 2005, la segunda tasa más alta de la serie histórica que tiene como promedio un peso del 5,7% para el periodo 1970-2005. Como se observa en el Cuadro 3.2., al comparar con otros países, España se encuentra en un nivel promedio en cuanto al peso de la vivienda en el PIB. Irlanda, con el 8,9% es el país con el ratio más alto y el Reino Unido con el 4% es el de menor nivel. Sin embargo, al analizar la evolución de los 10 últimos años, se comprueba que, tras EE.UU., España es el país en el que el aumento relativo ha sido más intenso. Ello no supone en principio una señal de riesgo, ya que los cambios registrados en la economía española en cuanto a aumento de población, descenso estructural de tipos de interés y desarrollo del mercado hipotecario han sido también relativamente más acentuados.

Con todo, la tendencia reciente no es sostenible indefinidamente. En algún momento la inversión en vivienda aumentará menos que el PIB y frenará el crecimiento, convergiendo hacia un nivel de equilibrio. Los cambios permanentes registrados por la economía española hacen pensar que este equilibrio no será el vigente a mediados de los años 90, con una inversión en vivienda cercana al 5% del PIB y con 300.000 viviendas iniciadas anualmente. En 2005, se iniciaron 786.000 viviendas, siendo previsible en el conjunto de 2006 una cifra muy cercana a las 800.000. La demanda potencial de vivienda ligada al crecimiento vegetativo de población, al flujo de inmigrantes y a la entrada de turistas extranjeros con perspectiva de residencia permanente se puede estimar en 600.000 viviendas anuales en promedio del periodo 2006-2011². En esta situación, se puede plantear como escenario de ajuste extremo y por lo tanto muy improbable, la acumulación en un solo año de un descenso del 25% en la iniciación de viviendas hasta ese nivel de equilibrio de largo plazo.

Dada la relación estadística entre viviendas iniciadas e inversión realizada de Contabilidad Nacional³, se produciría una corrección a la baja del crecimiento de la inversión cercano a nueve puntos porcentuales (desde el 7,5% previsto en 2006 a un hipotético -2% en 2007). A igualdad de todo lo demás y dado el peso de la inversión en vivienda en el PIB, ello implicaría un drenaje al crecimiento próximo a 0,5 puntos porcentuales respecto al escenario base. En el caso, mucho más probable, de un ajuste gradual, ese drenaje de medio punto al crecimiento se distribuiría a lo largo del periodo de ajuste.

Sin embargo, este enfoque no contempla posibles efectos inducidos en el resto de variables representativas del gasto de las familias. En este entorno, a partir de la modelización de las decisiones de gasto de los hogares⁴, resultaría que el súbito descenso de la inversión en vivienda equivalente a un ajuste brusco, en un solo año, hacia su equilibrio de largo plazo, sería coherente con un escenario en el que se diesen desaceleraciones del consumo y de la renta disponible de los hogares cercanas a un punto porcentual en el año del ajuste y en el siguiente. Del mismo modo, si el choque inicial sobre el gasto en inversión se modera y distribuye en el tiempo, su impacto sería menor aunque con una dinámica más duradera.

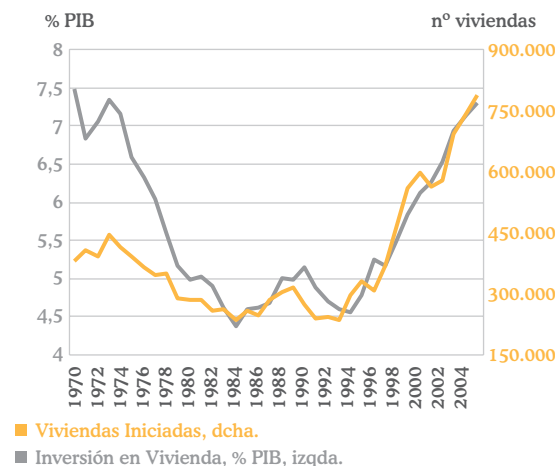
Impulso de la demanda externa para las exportaciones y la inversión, impulso de los precios relativos para las importaciones

Frente a este escenario de moderación doméstica, la demanda externa contribuirá positivamente al crecimiento de las exportaciones de

Gráfico 3.6.

España, vivienda

Niveles



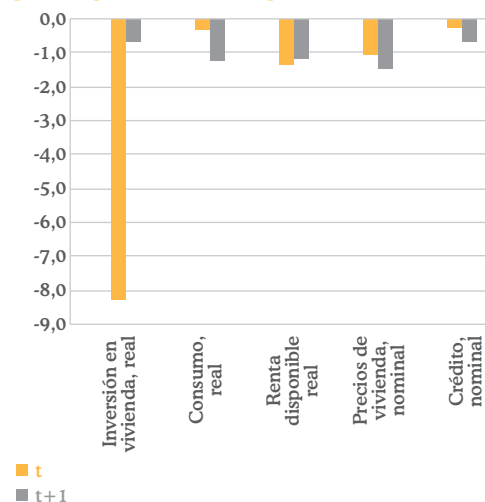
■ Viviendas Iniciadas, dcha.
■ Inversión en Vivienda, % PIB, izqda.

Fuente: AMECO, Mº Fomento y Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 3.7.

Impacto de un ajuste brusco en la demanda de vivienda

puntos porcentuales respecto al escenario central



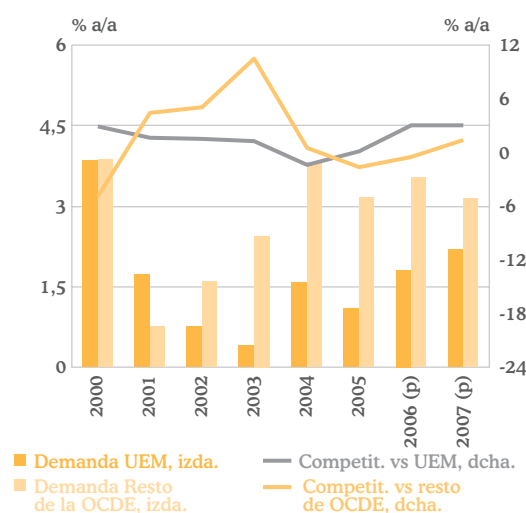
■ t
■ t+1

Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 3.8.

Exportaciones de bienes, demanda y competitividad

Respecto a la UEM y al Resto de la OCDE



■ Demanda UEM, izda. ■ Demanda Resto de la OCDE, izda. — Competit. vs UEM, dcha. — Competit. vs resto de OCDE, dcha.

Fuente: Comisión Europea y Servicio Estudios Económicos BBVA
Competitividad: valores positivos equivalen a pérdidas de competitividad

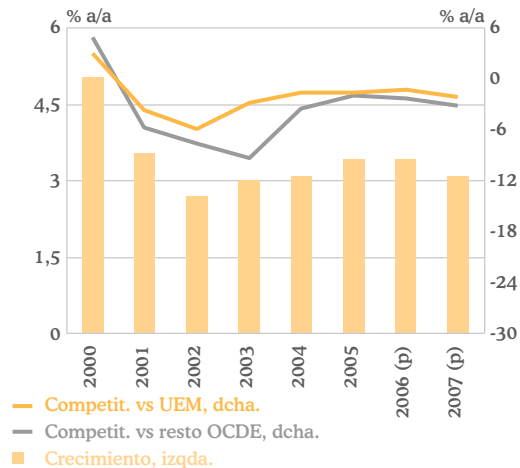
² 'La demanda de vivienda en perspectiva', en Situación Inmobiliaria BBVA, feb-06

³ Se ha estimado una sencilla ecuación en la que el crecimiento de la inversión en vivienda de un año, depende de las viviendas iniciadas en el año corriente y los tres anteriores.

⁴ Ver "Decisiones de gasto y crédito de los hogares españoles y tipos de interés", en Situación España, nov-05.

Gráfico 3.9.

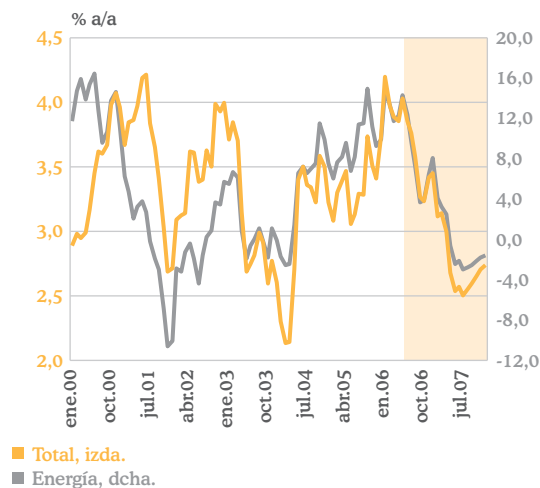
Importaciones de bienes, demanda y competitividad



Fuente: Comisión Europea y Servicio Estudios Económicos BBVA. Competitividad: valores negativos equivalen a pérdidas de competitividad, deterioro de los precios interiores frente a los de las importaciones

Gráfico 3.10.

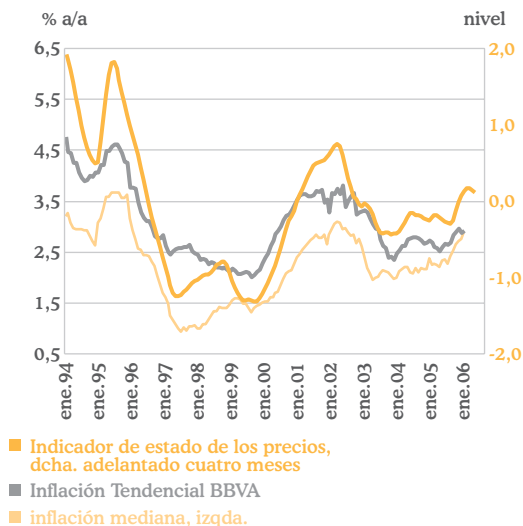
Inflación



Fuente: INE y Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 3.11.

España, inflación subyacente. Mediana, tendencial e indicador de estado de los precios



Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

bienes y servicios y de la inversión empresarial. El fuerte aumento de las exportaciones mostrado por la Contabilidad Nacional en el 1tr06, con el mayor crecimiento de los últimos cinco años, responde a la mejora del comercio mundial de bienes. Además, los incrementos de las ventas de bienes están siendo especialmente intensos en los destinos ajenos a la UE y entre los bienes de equipo de transporte. En esta situación, el efecto renta de la mayor demanda más que compensará el freno de la tendencia de aumento de los precios relativos españoles o de la apreciación del euro frente al dólar. En cuanto a la inversión empresarial, en un entorno en el que el reducido nivel del coste de uso del capital comenzará a repuntar y se mantendrá la positiva situación financiera de los negocios, continuará creciendo a ritmos históricamente elevados aunque sin alcanzar la tasa de 2005. En este sentido, los indicadores cualitativos reflejan un mayor empuje de la cartera de pedidos industriales procedente del exterior que de la procedente del mercado doméstico.

El dinamismo de las importaciones de bienes continuará en 2006 y 2007 a pesar del escenario previsto de moderación de la demanda. El abaratamiento relativo de las importaciones se acumula, con mayor o menor intensidad desde el año 2001, tanto frente a la UEM como, más intensamente, frente al resto del mundo, lo que favorece la penetración de las importaciones en el mercado doméstico. De esta manera, el efecto precios relativos compensará el impacto moderador de la desaceleración del gasto.

Inflación: efectos indirectos, pero no de segunda ronda

En un entorno en el que se retrasa el comienzo del ajuste del gasto en la economía y dada la sostenida presión de los precios de las materias primas en los últimos trimestres, y en particular del petróleo, la inflación esperada para 2006 se eleva hasta el 3,7%, 0,3 puntos más de lo registrado en 2005, y el 2,7% para 2007. El perfil esperado se ajusta a las perspectivas bajistas de precios del petróleo.

Más allá de la evolución del IPC total, distintas medidas tendenciales, menos volátiles, muestran un perfil común de una ligera aceleración, independientemente de la medida concreta que se estime para aproximar la evolución subyacente de los precios. Así lo hace por ejemplo el Índice Tendencial BBVA, que elimina de la cesta la incidencia directa de la energía y otras rúbricas muy volátiles. Este indicador, crece a tasas cercanas al 3%, en los primeros meses de 2006, cuatro décimas más que el promedio registrado en 2004 y 2005. Otras medidas alternativas de inflación tendencial, pueden ser la inflación mediana (cada mes se elige como representativa de la evolución de los precios la rúbrica de variación mediana de la cesta), un índice de precios construido ponderando inversamente la volatilidad de cada uno de los componentes de la cesta o un indicador del estado subyacente de los precios calculado mediante componentes principales⁵ (CP_IPC). Todas estas medidas, se están moviendo al alza desde comienzos de 2006, tras dos años de cierta estabilidad en sus respectivos niveles.

Los precios de consumo de las manufacturas industriales, que representan casi la mitad de la cesta del IPC Tendencial BBVA, se desaceleraron entre 2002 y 2005 desde el 2,5% al 1%. Ello resultó del práctico estancamiento hasta 2004 de los precios en euros de las materias primas y de la creciente globalización del comercio de bienes.

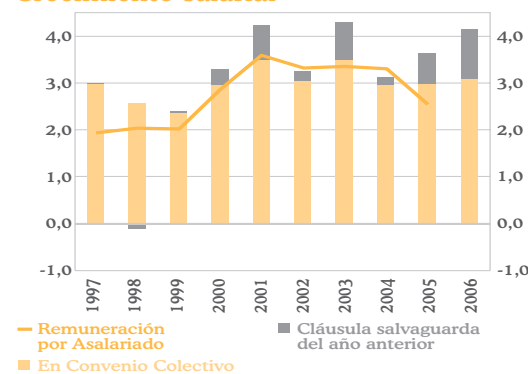
Un escenario como el actual de sostenido crecimiento del gasto facilita la transmisión al IPC del repunte de los costes de las materias primas que se registra desde mediados de 2004. A pesar de estos efectos indirectos sobre la inflación, no son previsibles efectos de segunda ronda a través de una espiral de precios-salarios, de la que no existe evidencia. El fuerte aumento de la tasa de actividad con la llegada de

⁵ Ver el Recuadro "Inflación subyacente, inflación tendencial. No es lo mismo" en Situación España de dic-03

inmigrantes y la incorporación de la mujer al mercado laboral han facilitado una deriva salarial negativa que supone que el crecimiento del coste salarial por trabajador sea inferior al negociado en convenio colectivo. Ahora bien, ello únicamente modera la rigidez del proceso de formación salarial de la economía española, que sigue sin facilitar el ajuste de costes laborales y productividad y favorece la persistencia inflacionista a través de las cláusulas de salvaguarda. En este sentido, es previsible que en 2006 estas cláusulas añadan un punto porcentual a la subida negociada, que hasta mayo es del 3,1%.

Gráfico 3.12.

Crecimiento salarial

Fuente: INE y M^o Trabajo

Revisión de la Contabilidad Nacional Trimestral en perspectiva

El análisis de la situación coyuntural mediante la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) ha de tener en cuenta las revisiones que se realizan periódicamente en cifras ya conocidas. Los cambios más relevantes⁶ se deben a modificaciones en la Contabilidad Nacional Anual (CNA), la estadística estructural de referencia, conforme se dispone de nueva información económica básica como las cuentas del sector público, información de renta y gasto a partir de fuentes fiscales o de la actividad de las distintas ramas productivas. Las revisiones de la CNTR suelen ser más significativas con la publicación de los datos del segundo trimestre del año, lo que se produce habitualmente en agosto. En ese momento coinciden el cierre definitivo de la estimación de la CNA de cuatro años antes y la primera estimación de la del año anterior⁷. Con la nueva CNTR referencia 2000 las revisiones se han reducido significativamente respecto a los niveles en los que se producía con la CNTR base 95. Como se observa en el gráfico adjunto, en el que se comparan las revisiones realizadas un año más tarde en las tasas trimestrales de crecimiento en ambas contabilidades, el tamaño

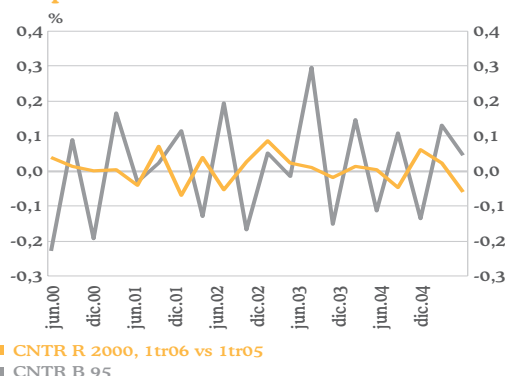
de las revisiones se ha reducido a una tercera parte con la nueva contabilidad. Esto puede ser debido, al menos en parte, a que con la publicación de los datos del segundo trimestre de 2005 no se llevó a cabo la revisión habitual derivada de las novedades en la CNA dado que la nueva CNTR acababa de salir apenas unos meses antes. Dadas estas consideraciones, es probable que con los datos del segundo trimestre de 2006, que se conocerán en Avance el próximo día 14 de agosto y que se detallarán el día 30, se produzca una revisión relevante de cifras ya conocidas de la CNTR.

Se puede esperar que esta revisión del PIB proporcione cifras de crecimiento superiores a las conocidas dado que, como se muestra en el Recuadro adjunto "Indicador sintético de actividad de España", el crecimiento estimado a partir del indicador se desvía sistemáticamente al alza de los datos publicados a partir de 2002.

Un elemento adicional que resultaría coherente con un mayor crecimiento económico es la evolución alcista de las cifras de población más actuales, que surgen del Padrón Municipal, mucho más intensa que el incremento de la población incorporada en la Contabilidad Nacional. Así, la brecha entre ambas variables ha pasado del 0,4% de la población en 1998 hasta el 1,9% en 2005⁸.

Gráfico 3.13.

Revisión del crecimiento trimestral del PIB después de un año



Fuente: INE y Servicio Estudios Económicos BBVA

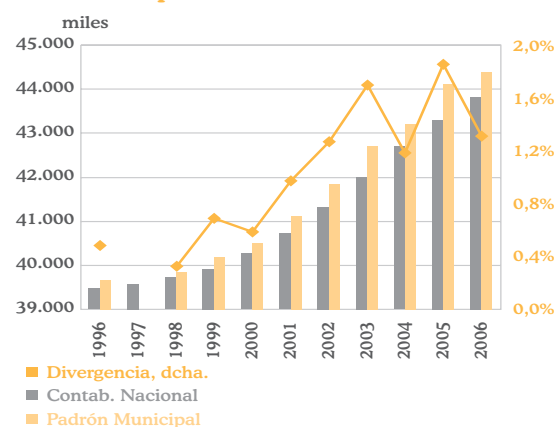
La Base 95 compara el 1tr04 con el 1tr03, últimos primeros trimestres disponibles

⁶ La CNTR se revisa también como resultado de la llegada de nueva información coyuntural, que supone sustituir en los modelos de estimación de la estadística las previsiones de los indicadores por los datos registrados. Además también se pueden actualizar los filtros de ajuste de la estacionalidad y de los efectos del calendario laboral.

⁷ Llama la atención que con la CNTR base 1995 las revisiones no sólo abarcaban a los cuatro años más recientes sino que se extendían a toda la muestra disponible hasta el momento. En este sentido, por ejemplo, entre el 4tr03 y el 4tr04, las revisiones realizadas en las tasas trimestrales del PIB desde el 2tr80 fueron en promedio de 0,2 pp, con una desviación estándar de 0,3 pp.

Gráfico 3.14.

Población en España



Fuente: INE, AMECO y Servicio Estudios Económicos BBVA

⁸ Con todo, no hay que olvidar que el Padrón está sometido a un sesgo alcista frente a la población verdadera derivado de la posibilidad de duplicidad de inscripciones por parte de extranjeros o de no dárseles de baja si abandonan el territorio nacional. También existe un sesgo a la baja al no incorporar a la población extranjera que no dispone de ningún tipo de documentación que la identifique.

Indicador Sintético de Actividad de España

El desfase entre la publicación de la CNTR¹ y el trimestre al que se refiere se ha reducido en los últimos años hasta algo menos de dos meses, en un importante esfuerzo por parte del INE en el adelantamiento de la publicación de indicadores, forzados por la homogeneización estadística liderada por Eurostat. Sin embargo, la necesidad creciente de información sobre la evolución de la coyuntura exige el seguimiento de indicadores parciales de frecuencia más alta como la mensual. Estos indicadores suelen reflejar la situación de parcelas concretas de la actividad, del gasto, del empleo y corresponde al analista sintetizar y calibrar la incidencia de cada uno de ellos en la actividad general. En un intento por reunir en un único indicador la información de diversos indicadores parciales se diseñan y construyen indicadores sintéticos de actividad (ISA).

La metodología², empleada en el diseño y construcción del ISA de la economía española (ISA-Esp) consiste en: (i) clasificar los indicadores parciales en coincidentes, adelantados, y retrasados en función de la cronología de máximos y mínimos en los ritmos de crecimiento del indicador de referencia (en nuestro caso el PIB), (ii) seleccionar aquellos que presentan una mayor correlación con el ciclo de crecimiento del indicador de referencia, y (iii) agregar en función de sus características estadísticas y de representatividad de las distintas parcelas de actividad. Las características ideales³ de este indicador son: longitud, significación económica, calidad estadística, correspondencia histórica, consistencia cronológica, perfil suave, frecuencia mensual y pronta disponibilidad.

La serie histórica de CNTR referencia 2000 disponible comienza en el primer trimestre de 1995. Dado que desde entonces la economía española ha crecido de forma continuada y es necesario disponer de al menos un ciclo completo de crecimiento con fases expansivas y de recesión, se ha procedido a prolongar la serie hacia atrás hasta 1980 con los crecimientos de la CNTR base 1995.

El ISA España replica el ciclo

La selección de indicadores parciales que mejor recogen las características tanto económicas como estadísticas, antes comentadas, de la evolución cíclica del crecimiento del PIB de España son: índice de producción industrial (IPI), consumo aparente de cemento (CEM), ventas de automóviles turismos (TUR), afiliados a la Seguridad Social (AFI), parados registrados (PAR), volumen de importaciones no energéticas (IMP), crédito real al sector privado (CSP), índice de renta salarial real (ISR) y el volumen de ventas interiores de grandes empresas (VIN)⁴. Todas ellas han sido corregidas de variaciones estacionales y de calendario mediante el procedimiento estadístico implementado en TRAMO/SEATS bajo la *interface* Demetra⁵, lo que permite, además, la obtención de previsiones mensuales de los indicadores.

¹ En España, el Sistema de Cuentas Nacionales es de periodicidad Anual (CNA). La necesidad de estimaciones de mayor frecuencia impulsó la elaboración de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR). La metodología de la CNTR se fundamenta en la estimación de modelos que relacionan la evolución de cada agregado de la CNA con el conjunto de indicadores trimestrales de la variable en cuestión para que se permita tanto su desagregación temporal como su extrapolación.

² Fernández Macho F.J. (1991): «Indicadores sintéticos de aceleraciones y desaceleraciones de la actividad económica», Revista Española de Economía. Vol 8. Nº1.

³ Según un trabajo pionero de Mitchell W.C. y Burns A.F. (1938): «Statistical indicators of cyclical revivals» Bulletin 69, NBER.

⁴ Véase recuadro para una explicación de este indicador.

⁵ Demetra 2.0 May 2002 Seasonal Adjustment interface for Tramo/Seats and X-12-Arima. Eurostat, Statistical Office of the European Communities, based on: Tramo/Seats by Víctor Gómez and Agustín Maravall, and X-12-Arima by the US Bureau of Census

El resultado de la agregación de las tasas trimestrales de crecimiento estandarizadas de cada indicador en función de su correlación con el PIB puede observarse en el gráfico 1.

Gráfico 1.

España: PIB e ISA

crecimiento interanual %



Fuente: INE y Servicio Estudios Económicos BBVA

De la simple observación del gráfico se puede advertir que el ISA es capaz de replicar las principales fases de aceleración y desaceleración del crecimiento del PIB en el periodo 1980-2005. Crecimientos bajos en los principios de los ochenta asociados a la segunda crisis energética y la reconversión industrial, la siguiente aceleración y expansión del crecimiento con la entrada en la Comunidad Europea y el desplome del precio del petróleo en la segunda parte de los ochenta. A continuación, la desaceleración del crecimiento a finales de los ochenta y la recesión de principios de los noventa acusando los desequilibrios acumulados, la fuerte apreciación de la peseta y los altos tipos de interés reales. La salida de la fase recesiva vía depreciaciones de la peseta, descenso de tipos y ajuste de empleo. Por último se aprecia la actual fase de crecimiento que tuvo su máximo en los años 1999-2000, y que se apoya en unos tipos de interés estructuralmente más bajos y estables, negativos en términos reales, y en la moderación salarial derivada del aumento de la población por la inmigración.

Estimación y previsión del PIB a partir del ISA

Otra de las características que llama la atención es que las aceleraciones y desaceleraciones son más intensas en el ISA (esc. derecha) que en el PIB (esc. izquierda), y que el crecimiento del ISA presenta una evolución menos volátil que la correspondiente al PIB, al menos hasta el año 2002. En esta situación, se puede establecer mediante técnicas econométricas una relación estocástica entre el crecimiento del ISA y el del PIB⁶.

Como puede observarse en gráfico 2, el PIB estimado a partir del ISA ajusta apropiadamente la senda de crecimientos de su referencia en todo el periodo muestral (1980-2005). Sin embargo, se ha observado que el crecimiento del PIB estimado a partir del ISA presenta un sesgo ligeramente al alza

⁶ La fórmula estimada que liga el PIB y el ISA es:

$\Delta \text{IPI}_t = \alpha + \omega(L) \Delta \text{ISA}_t + N_t$; siendo N_t una estructura estocástica estacionaria, y $\omega(L)$ un filtro dinámico de retardos. Con un $R^2 = 0.58$ y un estadístico de Box-Ljung $Q(4) = 3.1$ y $\sigma = 0.051$

desde 2002 que se ha ampliado marginalmente a principios de 2006 (véase cuadro 1). Así, la estimación del PIB del primer trimestre de 2006 es 0,4 p.p. superior al registrado por el INE. De otro lado, la estimación del crecimiento del PIB para el segundo trimestre de 2006 con información parcial de los indicadores (tres de ellos a junio, cinco a mayo y uno a abril) completada con previsiones señala un mantenimiento del ritmo de crecimiento en el 3,9% igual al estimado para el primer trimestre.

Gráfico 2.
España: PIB y estimación a partir de ISA



Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

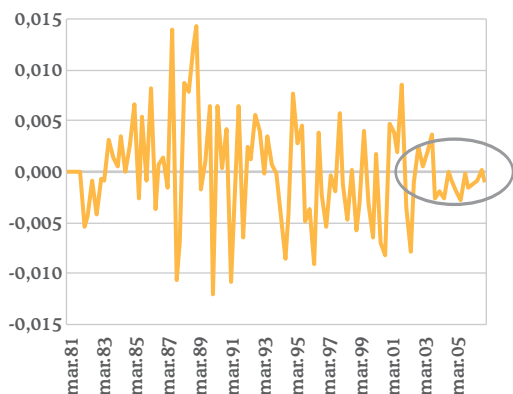
Cuadro 1.

España	PIB Crec. Anual %		PIB Crec. Trimestral %	
	Observ.	Estimado	Observ.	Estimado
2005 I	3,3	3,3	0,81	0,86
II	3,4	3,6	0,84	1,03
III	3,5	3,8	0,88	1,12
IV	3,5	3,7	0,95	1,11
2006 I	3,5	3,9	0,81	1,18
II		3,9		1,13
III		4,0		1,02
IV		4,0		0,98

Fuente: INE y Servicio Estudios Económicos BBVA

Así, de mantenerse las tendencias subyacentes en los indicadores parciales que integran el ISA, el crecimiento estimado podría acelerarse adicionalmente en la segunda parte del año una décima respecto a lo previsto en el primer semestre de 2006.

Gráfico 3.
España: errores de estimación PIB

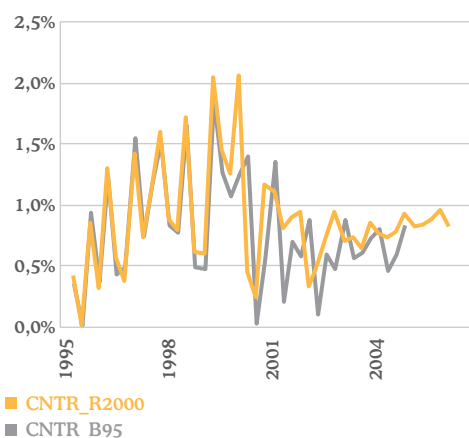


Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

El análisis detallado de los errores de estimación permite observar que en los últimos años se produce una considerable reducción en su magnitud⁷, a la vez que se comprueba que su signo es sistemáticamente negativo. Esto implica que el PIB estimado a partir del ISA supera al publicado por el INE.

Ello tiene que ver, probablemente, con algún cambio en la estimación de los ritmos de crecimiento trimestrales de la nueva CNTR referencia 2000. Así, como puede observarse en el gráfico 4, las tasas de crecimiento trimestrales del PIB tanto con la CNTR base 1995 como en la de referencia 2000 son bastante similares hasta el año 2000. Desde entonces se observa una significativa reducción de la volatilidad de las tasas trimestrales del PIB.

Gráfico 4.
PIB España. Tasas trimestrales



Fuente: INE y Servicio Estudios Económicos BBVA

En este sentido, la correlación entre las tasas trimestrales de los indicadores parciales que componen el ISA con el PIB se ha reducido en ese periodo de cinco años coincidiendo con la nueva CNTR. Así, como puede apreciarse en la cuadro 2, las correlaciones han disminuido en el periodo 2000-2005 para casi todos los indicadores, pero no para las Ventas Interiores de Grandes Empresas (VIN). Precisamente este es el indicador más global de todos dado que aproxima las disponibilidades de bienes y servicios del conjunto de la economía.

Cuadro 2.
Correlación con las tasas trimestrales del PIB

	IPI	CEM	TUR	AFI	PAR	IMP	VIN	CSP	ISR
1980-2005	0,35	0,28	0,23	0,42	-0,31	0,11	-	0,31	0,41
1990-2005	0,32	0,35	0,13	0,44	-0,29	0,14	-	0,25	0,32
1995-2005	0,36	0,33	0,11	0,33	-0,26	0,21	0,24	0,27	0,38
2000-2005	0,21	0,28	0,03	0,10	-0,22	-0,31	0,32	0,07	0,30

Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

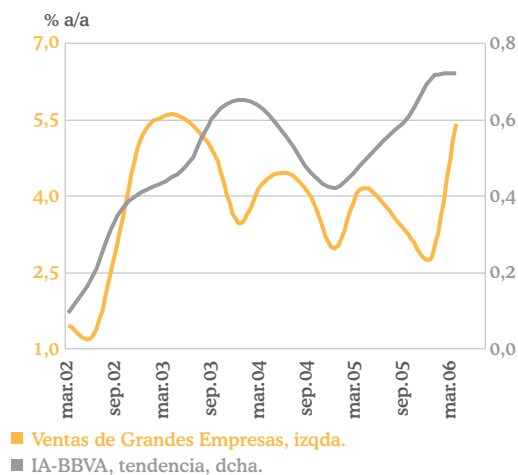
José Félix Izquierdo
Jfelix.izquierd@grupobbva.com

⁷ Para el conjunto de la muestra, el error estándar de la estimación del crecimiento trimestral del PIB es del 0,5%. Entre 2001-05 el error desciende hasta el 0,2%.

Indicadores fiscales de grandes empresas, fuente de información coyuntural

En los primeros meses de 2006 continuó la mejora de la situación coyuntural de la economía española, como reflejaron indicadores sintéticos como el IA BBVA y también ciertos indicadores de gasto real basados en las declaraciones fiscales de grandes empresas, de reciente disponibilidad. Así, las Ventas de Grandes Empresas, publicadas por la Agencia Estatal de Administración Tributaria, crecieron en el 1tr06 el 5,5%, casi tres puntos más que el trimestre anterior, alcanzando la mayor tasa desde comienzos de 2003.

Indicadores de Coyuntura

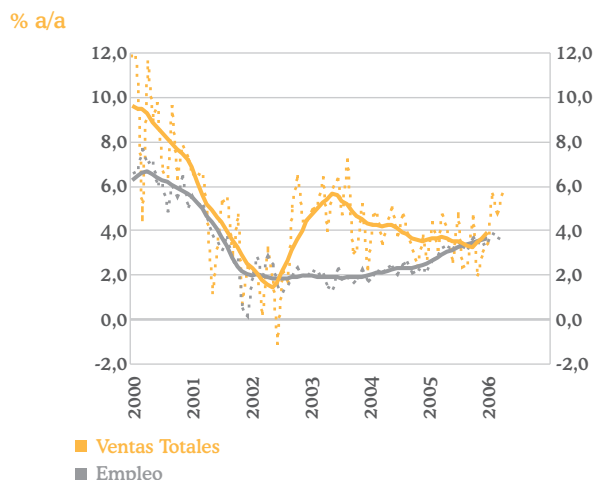


Fuente: INE, AEAT y Servicio Estudios Económicos BBVA

Indicadores fiscales de ventas, empleo y salarios en Grandes Empresas

Desde marzo de 2005 la Agencia Tributaria publica el informe Ventas, Empleo y Salarios en las Grandes Empresas¹, elaborado a partir de la información económica que éstas proporcionan en sus declaraciones de IVA y reten-

Indicadores Fiscales de Grandes Empresas



Fuente: Ag. Tributaria y Servicio Estudios Económicos BBVA

ciones por rendimientos del trabajo. Se dispone de series mensuales desde enero de 1996, en tasas de variación interanual y con población constante². Las ventas, empleo y salarios se detallan para las actividades de Energía, Industria, Construcción y Servicios (comercio, transporte, a empresas y resto). Además, las ventas se desagregan en totales, interiores, exportaciones e importaciones, y se deflactan y corrigen del efecto del calendario laboral. Finalmente, también se distinguen de acuerdo al destino de los bienes y servicios producidos: consumo final, consumo intermedio y el dirigido a la formación de capital.

El grado de detalle proporcionado, su frecuencia mensual y su rápida disponibilidad respecto al periodo de referencia (información del mes t en $t+40$ días) hace suponer a priori su utilidad como fuente de información coyuntural.

Indicadores Fiscales y Contabilidad Nacional Trimestral

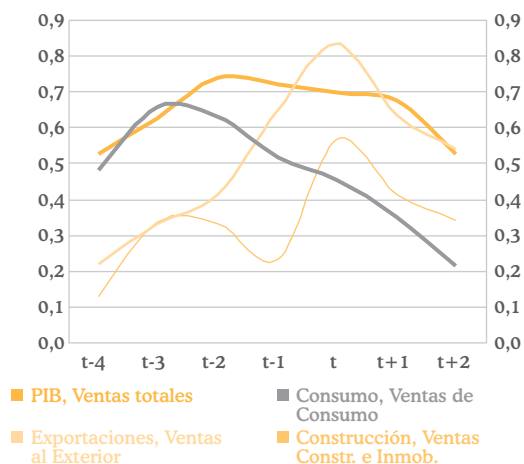
Actualmente no se dispone de estimaciones del volumen mensual de ventas para el conjunto de la economía española. Existen informaciones parciales referidas a las ventas al por menor, como los índices de comercio minorista, y se pueden estimar índices de disponibilidad de bienes industriales, agregando la producción interior y las importaciones y restando las exportaciones. En este sentido, el volumen de ventas de grandes empresas es una aproximación más completa al gasto mensual real de la economía española dado que, a diferencia de los indicadores anteriores, engloba bienes y servicios.

La referencia disponible para el gasto real de la economía en la frecuencia trimestral es la Contabilidad Nacional (CN). Como se comprueba en el gráfico adjunto, el crecimiento anual del PIB español tiene una correlación contemporánea para el total del periodo 1tr96 a 1tr06 con el de las ventas totales de las grandes empresas (VGE) de 0,7, cifra que es ligeramente mayor cuando se compara el crecimiento con las VGE de dos trimestres antes. Este carácter adelantado de los indicadores fiscales sobre los de la CN se hace más acusado al comparar las ventas interiores de bienes y servicios de consumo con el Gasto en Consumo de los Hogares de la Contabilidad Nacional. Este desfase temporal resultaría coherente con el hecho de que parte de las VGE de bienes destinados al consumo no son realmente adquiridas por los hogares inmediatamente, sino que son vendidas a otras empresas para su distribución final. Mientras, para el resto de variables fiscales de ventas (exportaciones, importaciones e inversión, tanto en construcción como en equipo) la correlación más alta con la correspondiente magnitud de gasto de Contabilidad Nacional es, con diferencia, la contemporánea. En este caso no existe un canal de distribución adicional hasta el destino final del bien o servicio.

² Es decir, calculadas sobre las empresas que declaran un mismo mes dos años consecutivos.

¹ Disponible en <http://www.aeat.es/estad/home.html>. A efectos fiscales las Grandes Empresas son aquellas que en facturan anualmente más de 6 millones de euros.

Correlaciones entre CN en t e Indicadores Fiscales en t-k

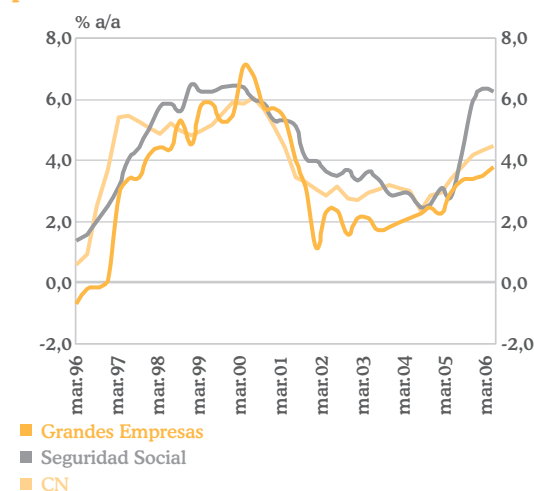


Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

La estimación de test estadístico de causalidad permite no rechazar la hipótesis de causalidad³ de las VGE totales y de las destinadas a consumo sobre el PIB y el Consumo de CN⁴. Es por ello que la serie de VGE total se incorpora en la elaboración del Indicador Sintético de Actividad de España, como se detalla en el recuadro correspondiente de esta publicación.

En lo que se refiere al empleo, la variación de los perceptores de rendimientos del trabajo en grandes empresas mantienen una elevada correlación con el resto de variables representativas del empleo asalariado: el registro de Seguridad Social y las estimaciones de la EPA y de la CN. Sin embargo, la información fiscal del empleo causa, en el sentido de mejorar la estimación, únicamente el registro de Seguridad Social, pero no el resto de variables representativas del empleo asalariado.

Ocupados Asalariados



Fuente: INE, Mº Trabajo, Mº Economía y Hacienda

³ Es decir, que las variables fiscales mejoran las previsiones de las de CN.

⁴ Sin embargo, las VGE destinadas a la exportación, las ventas de equipo o de construcción y las compras del exterior (importaciones) no mejoran la estimación de las correspondientes variables de gasto de la CN.

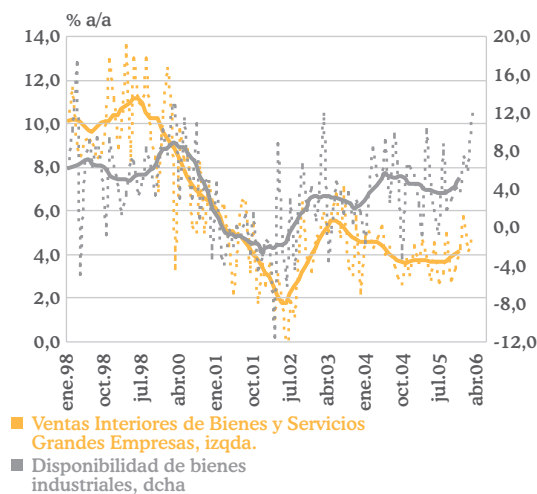
Indicadores Fiscales, señal mensual de disponibilidad de bienes y servicios

Dada la rápida disponibilidad de los datos fiscales de ventas de grandes empresas desde la fecha de referencia, resultaría relevante su comparación con indicadores de disponibilidad de bienes y servicios de frecuencia mensual, aquellos que suman la producción interior y las importaciones y eliminan las exportaciones. Sin embargo, los índices de disponibilidades que se pueden estimar se limitan a la industria, único sector de actividad para el que se tienen mensualmente volúmenes de producción y comercio exterior⁵.

En cuanto a los servicios, la información mensual la proporciona el Indicador de Actividad del Sector Servicios del INE, en base 2005 y disponible desde enero de 2002, que recoge la cifra de negocios de los servicios de mercado en términos nominales. Dado que tampoco existen cifras de exportaciones e importaciones de servicios a precios constantes y de frecuencia mensual, no se pueden calcular las disponibilidades mensuales de servicios⁶.

En esta situación, las ventas de grandes empresas son la mejor aproximación disponible del volumen mensual de las disponibilidades de bienes y servicios de la economía española. Sin embargo, su elevada errática exige la estimación de tendencias, y por tanto el uso de previsiones, para extraer una señal más estable, de la posición cíclica de las ventas de grandes empresas. Como se observa en el gráfico adjunto, las VGE interiores muestran un perfil de aceleración en los primeros meses de 2006 respecto a la situación de 2005. Sin embargo, esta aceleración es muy moderada, con aumentos cercanos al 4% interanual que resultan sólo superiores a los registrados en el segundo semestre de 2004 y en 2005.

Disponibilidad de Bienes Industriales y Ventas Interiores en Grandes Empresas

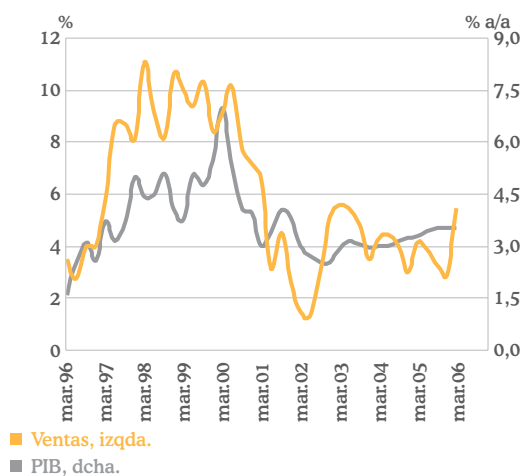


Fuente: INE, Mº Economía y Servicio Estudios Económicos BBVA

⁵ Índices de Producción Industrial (IPI) y exportaciones e importaciones de bienes industriales registradas por Aduanas (Mº de Economía y Hacienda)

⁶ Además, como no se dispone de estimaciones actualizadas de índices de disponibilidad en la industria, se calcula a partir de la información proporcionada por la Encuesta Industrial de Empresas, elaborada por el INE. Se obtiene el peso que suponen las exportaciones e importaciones industriales sobre la cifra de negocios que proporciona la encuesta, ponderaciones que se aplican al IPI para obtener el correspondiente índice de disponibilidad.

PIB y Ventas Grandes Empresas



Fuente: INE y AEAT

Conclusiones

Los indicadores de ventas y empleo de las grandes empresas obtenidos a través de sus declaraciones impositivas son una señal actual de la evolución coyuntural de la economía española. Al comparar su evolución con el gasto de la economía estimado por la CN, resulta que tanto el total de ventas como el destinado al consumo contribuye a mejorar la estimación de crecimiento del PIB y de consumo de los hogares. Sin embargo, aunque crecimiento y ventas de grandes empresas mantienen una tendencia común, sus sendas son diferentes, como se comprueba sin ir más lejos en el 1tr06, con un fuerte repunte de las VGE y el crecimiento estable del PIB.

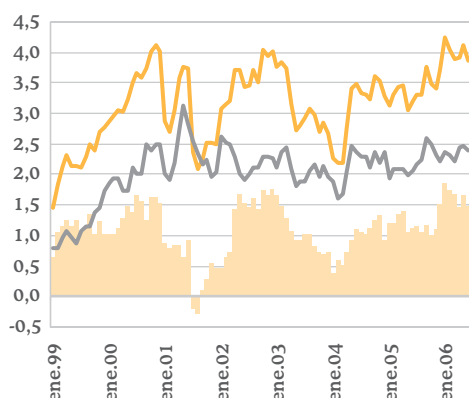
Con todo, la variación de las ventas interiores de grandes empresas es la mejor aproximación disponible a un indicador mensual de disponibilidades de bienes y servicios de la economía española, más global que los existentes sobre bienes. Su seguimiento resulta por tanto una información relevante para el diagnóstico coyuntural de la economía española.

J. Julián Cubero, jcubero@grupobbva.com
 María Martínez, maria.m_alvarez@grupobbva.com

España y UEM: diferencial de inflación y presión de demanda

El diferencial de inflación de España con el conjunto de la zona del euro será en el promedio de 2006 de 1,5 puntos porcentuales (p.p.) el más alto desde 1999, año de establecimiento de la UEM. Esta brecha, de similar magnitud para la inflación subyacente (IPC sin alimentos no elaborados ni energía), incrementa en cuatro décimas la cifra registrada en 2005.

Diferencial de inflación España-UEM



Fuente: Eurostat y Servicio Estudios Económicos BBVA

Como puede observarse, el diferencial de la inflación subyacente muestra el mismo patrón que el de la inflación general, lo que elimina el efecto directo de los mayores precios energéticos o de problemas de oferta no duraderos en los alimentos frescos como causantes del incremento del diferencial de inflación de la economía española desde 2004. Ello da una mayor relevancia por su permanencia al elevado diferencial de inflación español.

Al analizar los componentes de la inflación subyacente, resulta que el diferencial en servicios alcanzaría en 2006 casi 2 p.p., la brecha más alta desde 2000. Por su parte, el diferencial de bienes industriales alcanzará 0,9 p.p, la brecha más alta desde 2002. Como es bien sabido, el sector de servicios es el más protegido de la competencia internacional, por lo que es relativamente más sensible a las presiones alcistas de la demanda. En cuanto a los bienes industriales, más expuestos a la competencia exterior, el repunte del diferencial de inflación debería imputarse a las condiciones en las que se desenvuelve este sector en España, más expansivas que en el conjunto de la UEM. Por último, el aumento del diferencial en alimentos elaborados tiene en parte un carácter idiosincrásico, debido al choque de oferta transitorio experimentado por el aceite de oliva, y al aumento de la fiscalidad del tabaco, que ya se había producido anteriormente en el resto de países europeos. No obstante, la eliminación de tales productos, muestra que también hay un aumento del diferencial de 1,3 p.p. que empezó a gestarse en 2004. Por tanto, todos los componentes de la inflación subyacente muestran una ampliación del diferencial de precios en los últimos años, que podría ser resultado de unas presiones de la demanda diferencialmente más intensas en España, tras un ciclo de crecimiento diferencial de 2,1 p.p. promedio desde 1999 a 2005.

Diferenciales de inflación España vs UEM

en puntos porcent.	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006(*)
IPCA	1,1	1,4	0,5	1,3	1,0	0,9	1,2	1,5
Alim. No Elabor.	1,0	2,0	0,2	1,5	2,4	3,0	2,5	1,4
Prod. Energéticos	0,9	0,4	-2,9	0,5	-1,7	0,4	-0,4	0,6
Subyacente	1,3	1,5	0,6	1,4	1,1	0,7	1,2	1,6
Servicios	1,7	2,1	1,4	1,5	1,1	1,0	1,5	1,9
Indust. No Energ.	0,9	1,6	0,1	1,1	1,4	0,2	0,8	0,9
Alim. Elaborados	1,6	-0,3	-0,2	1,9	0,2	0,7	1,5	2,2

(*) Previsión BBVA

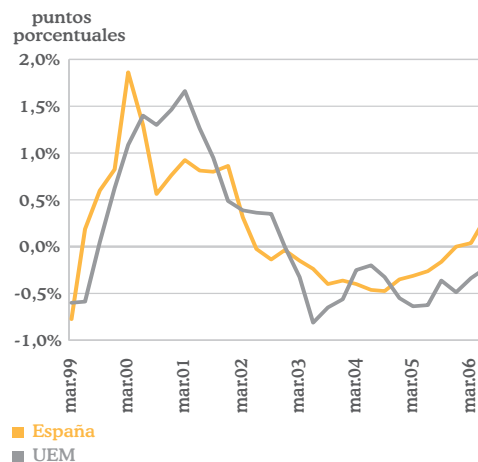
Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Desde el enfoque de la Curva de Phillips, la evolución de la inflación se explicaría como combinación de sí misma y sus expectativas, del coste de las importaciones energéticas y no energéticas y de la presión de la demanda. Así, se asume que situaciones de exceso de demanda son propicias para el aumento más intenso de los precios. En etapas en las que la demanda es menos dinámica, el poder de fijación de precios de las empresas se reduce, lo que frena la inflación.

Sin embargo, el cálculo de presiones de demanda a través de la brecha existente entre el nivel del PIB registrado y la estimación del PIB tendencial o potencial¹ no muestra la existencia de un diferencial significativo en las presiones de demanda vigentes en la UEM y en España que justifique el sostenido diferencial de inflación español.

Output gap

Sobre PIB tendencial con filtro Hodrick-Prescott



Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

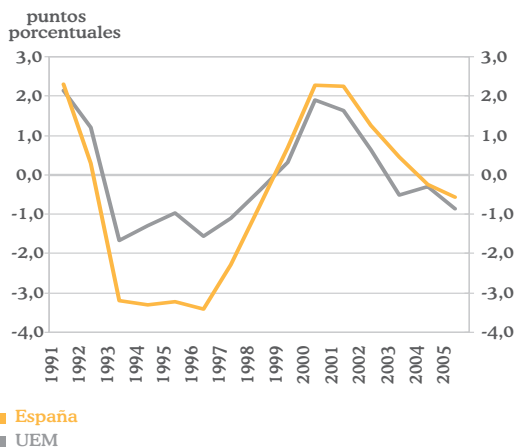
Al considerar el Output Gap trimestral calculado a partir del PIB tendencial estimado con el filtro de Hodrick-Prescott, (HP), tanto la economía europea como la española empezaron a acumular presiones negativas de demanda a finales de 2002 (véase gráfico superior), si bien la economía española ha vuelto a acumular presiones de demanda positivas en los dos últimos trimestres.

En el caso del output gap anual estimado a partir del PIB potencial de la economía por la Comisión Europea, las diferencias entre las presiones de demanda de la economía española y de la UEM son mucho menores, con presiones reduciéndose desde comienzos de la década actual y negativas en 2004 y 2005.

¹ Dependiendo del método de cálculo, un filtro estadístico de Hodrick-Prescott o una función de producción respectivamente.

Output Gap

calculado sobre PIB potencial

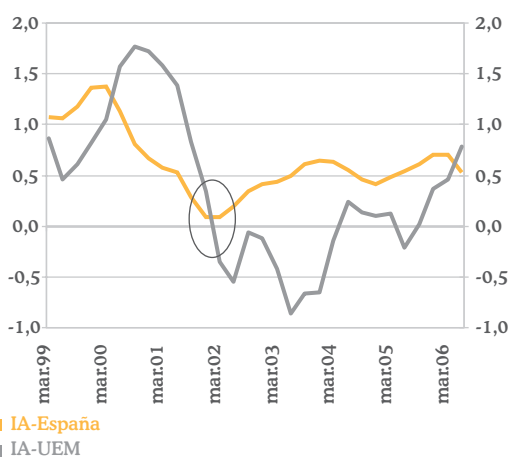


Fuente: AMECO y Servicio Estudios Económicos BBVA

Sin embargo, existe evidencia de que la economía española registra unas presiones de demanda relevantes, y no sólo por los sostenidos diferenciales de precios. También hay que considerar el carácter expansivo, para la economía española, de la política monetaria del área del euro, lo que es un impulso continuado al gasto de empresas y familias, que se refleja a su vez en el elevado desequilibrio exterior, en máximos y al alza².

En esta situación, se plantea la posibilidad de utilizar en las curvas de Phillips de España y del conjunto de la UEM medidas alternativas al Output Gap que aproximen las presiones de demanda. Entre otros instrumentos que podrían aproximar las presiones de demanda están los indicadores de estado de la economía IA-BBVA para España y la UEM³. Estos indicadores, por su construcción aproximan el ciclo del crecimiento de la actividad, no el de su nivel, como hace el Output Gap analizado previamente.

Indicadores BBVA de estado de la economía



Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

En concreto, el indicador de actividad IA BBVA es una serie temporal de tasas de crecimiento estandarizadas con media cero y desviación típica unitaria, que pueden interpretarse como las desviaciones respecto a un supuesto «crecimiento tendencial». Así, como se observa en el gráfico adjunto, la desaceleración del crecimiento en España hacia su tasa tendencial tuvo su mínimo más reciente entre el cuarto trimestre de 2001 y el primero de 2002, para a partir de entonces volver a aumentar para situarse en valores positivos hasta la actualidad. En el caso de la UEM, desde finales de 2001 y hasta mediados de 2003, se fueron registrando valores negativos cada vez más alejados del tendencial, para a continuación ir recuperándose lentamente hasta 2006. Según este indicador, la economía española habría estado creciendo por encima de su tendencial desde 1996, lo que resultaría coherente con un aumento de las presiones de demanda. Sin embargo, para la UEM, que el indicador haya tenido valores negativos desde 2002 supondría que habría desacomulado presiones de demanda.

Teniendo en cuenta que una integración temporal del ciclo de crecimiento aproximaría las presiones de demanda, se podrían utilizar estos indicadores en las curvas de Phillips de cada área económica y estimar su influencia en la inflación. Así, si se toma el primer trimestre de 2002 como punto a partir del cual se integran las estimaciones del ciclo de crecimiento como *proxy* de las presiones de demanda, resultaría que desde entonces y hasta el primer semestre de 2006 España habría acumulado 0,9 puntos de inflación. Mientras, la falta de presión de la demanda en la UEM supondría descontar apenas una décima de inflación para el mismo periodo, como se refleja en el cuadro adjunto.

Inflación acumulada por presiones de demanda a partir de IA-BBVA

p.p.	España	UEM
2002	0,1	0,0
2003	0,3	-0,2
2004	0,5	-0,2
2005	0,7	-0,2
2006 1Sem	0,9	-0,1

Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Con estas cifras, si en el primer semestre de 2006 la inflación española ha sido del 4%, aproximadamente 0,9 p.p. serían debidos a presiones de demanda. O lo que es lo mismo, la inflación debería haber sido del 3,1% si la economía hubiera crecido a su tendencial desde 2002. Por otro lado, la inflación en la UEM ha sido del 2,4% en el primer semestre de 2006, por lo que eliminadas las presiones deflacionistas, debería haber sido del 2,5%. Con este análisis, el vigente diferencial de inflación entre España y la UEM de 1,6 pp en el primer semestre de 2006, se descompone en un componente derivado del dinamismo diferencial de la demanda española (0,9 puntos) y en otro tendencial (0,7 puntos). Por tanto, y con las cautelas derivadas de este enfoque parcial, en la medida en que la recuperación cíclica europea se intensifique y la demanda española se modere, debería producirse una reducción del diferencial de inflación.

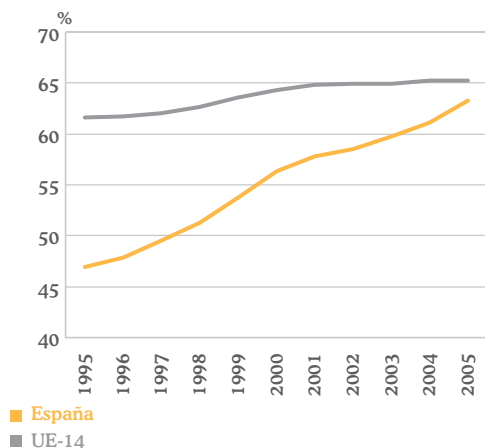
² Véase «El Déficit Exterior de la economía española» Situación España marzo 2006

³ Véase: «IA-BBVA, un indicador de actividad para la economía española» Situación España marzo 2003, « IA-BBVA UEM, a synthetic indicator of economy activity » EuropaWatch november 2005.

El empleo en España: convergencia con la UE, rotación elevada y divergencias regionales persistentes

La evolución del mercado de trabajo en la última década ha acercado la situación de la economía española a la de los demás países europeos y al cumplimiento de los objetivos de la Estrategia Europea del Empleo (EEE)¹. España ha mostrado una evolución positiva en la práctica totalidad de los indicadores del mercado de trabajo, equivalente a la registrada en términos de renta per cápita. Basta observar la convergencia con la UE en cuanto a la tasa de actividad, empleo y paro. Con todo, hay que tener en cuenta la significativa desaceleración del crecimiento que sufrieron las principales economías europeas a partir de 2001, con la consecuente ralentización del proceso de mejora de su mercado laboral. Por el contrario, el ciclo más expansivo de España ha contribuido a un fuerte aumento de la ocupación, de modo que en la última década uno de cada tres empleos de la UE se ha creado en España.

Tasa de empleo sobre población de 15 a 64 años



Fuente: Comisión Europea

A pesar de la mejora relativa de España frente a la UE-15 sin España (UE-14 a partir de ahora), persisten algunas debilidades estructurales como las diferencias en el mercado de trabajo entre hombres y mujeres, el elevado desempleo en los jóvenes, la alta proporción de contratos temporales y la persistencia de desequilibrios regionales.

Más cerca de la UE...

El comportamiento del mercado de trabajo de la economía española ha sido muy favorable en los últimos años, lo que ha permitido reducir las diferencias con la UE-14 en tasa de actividad, de empleo y paro.

El mayor progreso en términos relativos se produjo en la tasa de paro, que se ha reducido hasta la mitad. La tasa de paro juvenil también ha alcanzado niveles más cercanos a la UE-14, aunque todavía siguen siendo muy altos en ambas economías. En cuanto a la incidencia del desempleo de

¹ La EEE entró en vigor en 1997 y fue sometida a revisión en 2002. En ésta última fecha se establecen tres grandes objetivos para el periodo 2003-2010: pleno empleo, la calidad y la productividad del trabajo y la cohesión e inclusión social.

larga duración, España ha convergido con intensidad hacia los estándares medios europeos.

Mercado de trabajo España vs UEM

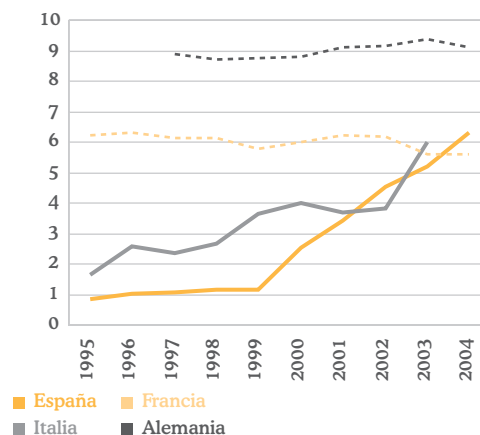
	1996		2005		Variación	
	España	UE-14	España	UE-14	España	UE-14
Tasa de actividad	61,6	67,9	69,7	71,2	8,1	3,3
Tasa empleo	47,9	61,8	63,3	65,3	15,4	3,5
Tasa de paro	18,2	9,8	9,3	8,2	-9,0	-1,6
Juvenil	37,2	19,0	19,7	16,3	-17,5	-2,7
Largo plazo	9,6	4,4	3,5	3,6	-6,1	-0,8
Tasa de temporalidad	33,8	8,3	33,4	9,8	-0,5	1,6
Empleo a tiempo parcial	7,6	17,3	12,4	21,7	4,8	4,4
Dispersión regional						
Tasa de paro	23,9	58,5	31,7	51,2	7,8	-7,3
Tasa de empleo	10,8	0,0	8,7	11,1	-2,1	11,1

Fuente: Eurostat y Servicio Estudios Económicos BBVA

En el dinamismo del mercado laboral español está teniendo un papel determinante el rápido aumento de la población inmigrante, mucho más intenso relativamente que el que se registra en el resto de la UE y que viene a engrosar las cohortes de edades con mayor propensión a la participación en el mercado laboral, con tasas de actividad y empleo más altas. En este sentido, el porcentaje de población activa extranjera en España se ha multiplicado por siete en los últimos 10 años, el incremento relativo más alto de los países de la UE 15 de acuerdo a los datos de la OCDE. Así, en términos absolutos, el peso de los activos extranjeros era en España en 2004 del 6,3% del total, sólo superado dentro del área por los porcentajes de Austria (11,9%), Bélgica (9,1%) y Alemania (9,1%), países todos ellos en los que esta ratio se mantiene o disminuye.

Población activa extranjera

% del total

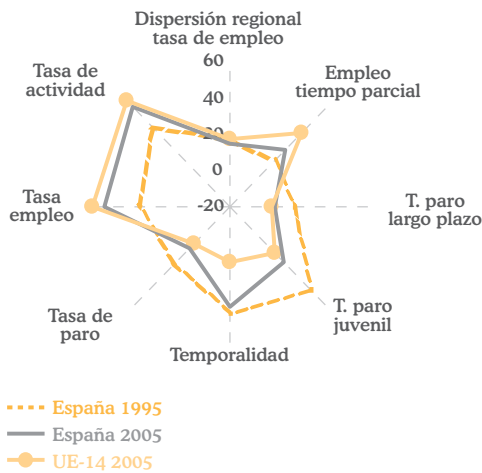


Fuente: OCDE

Hay que señalar que el acercamiento a la UE-14 se ha producido en mayor medida por el comportamiento del mercado de trabajo de las mujeres, que partían de una situación más desfavorable que el colectivo de los hombres. De he-

cho, la situación del mercado de trabajo para los hombres en 1995 era similar a la media de la UE-14, excepto en la tasa de paro juvenil y en la temporalidad. El mayor avance relativo de las mujeres se ha concentrado en el aumento de la tasa de empleo y en la reducción de la tasa de paro, sobre todo, del largo plazo.

Mercado de trabajo de las mujeres: España vs UE-14



Fuente: Eurostat y Servicio Estudios Económicos BBVA

... pero no del todo

No obstante, los buenos resultados en empleo y paro no han contribuido a reducir las notables diferencias que existen entre hombres y mujeres, manteniéndose como una de las características específicas del mercado de trabajo español.

La obtención de una tasa de empleo acorde con los objetivos fijados en la Cumbre de Lisboa (y luego en Estocolmo) mediante el aumento de las tasas de mujeres y personas de más edad es inviable a corto e incluso a medio plazo. Cabe recordar que la consecución del pleno empleo para el 2010 se estableció suponiendo una tasa de empleo del 70% para el total de la población, con el 60% para el colectivo femenino y del 50% para el de mayores de 50 años y unas metas intermedias para el 2005 del 67% para la tasa global y del 57% para las mujeres. España está cuatro puntos por debajo del objetivo de 2005 debido a la distancia que separa la tasa de ocupación femenina frente a la media de la UE-14, mientras que la masculina ya supera la europea desde 2003.

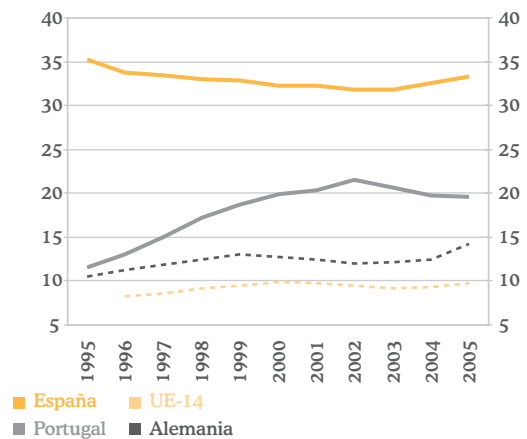
El elevado índice de temporalidad es uno de los aspectos más negativos del mercado de trabajo español² y afecta casi por igual a hombres y a mujeres. A pesar de las reformas que se han llevado a cabo para reducir el porcentaje de contratos temporales, España no consigue romper a la baja la barrera del 30%, en un contexto en el que a partir de 1998 el sector público registra incrementos relevantes en su ratio. Aunque la comparación con la UE no es homogénea debido a las diferencias conceptuales entre contrato temporal e indefinido, los países más cercanos a la legislación española,

² Véase Dolado J.J., García-Serrano C., Jimeno, F.G. (2001) "Drawing Lessons from the Boom of Temporary Jobs in Spain". Fedea, Documento de Trabajo 2001-11

como Francia e Italia, tienen tasas por debajo del 15%. Además, diversos estudios apuntan a la dificultad de justificar una tasa de temporalidad tan alta en España a pesar del mayor peso de los sectores con más actividades temporales³.

Tasa de Temporalidad

Porcentaje de ocupados con contrato temporal



Fuente: Eurostat y Servicio Estudios Económicos BBVA

Así, la divergencia con el resto de la UE ha de ser consecuencia también de una diferente regulación en el mercado laboral, de una facilidad relativamente mayor en España para la contratación temporal⁴. En este sentido, aunque la reforma laboral de 1994 volvió a establecer el principio de causalidad para realizar contrataciones temporales (los contratos de duración determinada han de ser causados por necesidades laborales de duración determinada), a la vez se permitió una aplicación más flexible de este principio si se acordaba así en la negociación colectiva. Ello, en la práctica, favoreció el proceso de rotación laboral con un aumento del número de contratos temporales por asalariado, que actualmente duplica el registro de comienzos de los años 90. El uso más intensivo de la contratación temporal habría sido el medio para flexibilizar las condiciones de uso del trabajo y de reducción de costes, tanto por el más alto coste directo de despido de los contratos indefinidos como por la incertidumbre ligada a su resolución. En definitiva, se trata de un modelo de reforma del mercado laboral basado en la segmentación entre distintos tipos de contratos, introduciendo flexibilidad en los márgenes del mercado frente a un modelo de reforma basado en introducir flexibilidad en el conjunto del mercado.

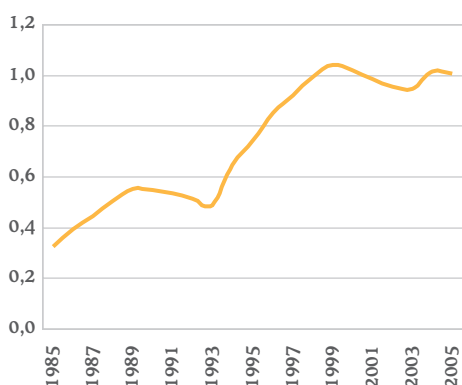
El alto grado de utilización del contrato temporal junto las restricciones legales y el poco consenso de los agentes sociales para su aplicación, pueden explicar en gran medida el relativo fracaso del contrato a tiempo parcial, cuya presencia es tres veces inferior a la media de la UE, incluso en

³ Todos los sectores de la economía española superan el 20% de temporalidad.

⁴ Véase el Informe de la Comisión de expertos para el diálogo social. "Más y mejor empleo en un nuevo escenario socioeconómico: por una flexibilidad y seguridad laborales efectivas" (2005)

España, tasa de rotación laboral

número de contratos temporales por asalariado



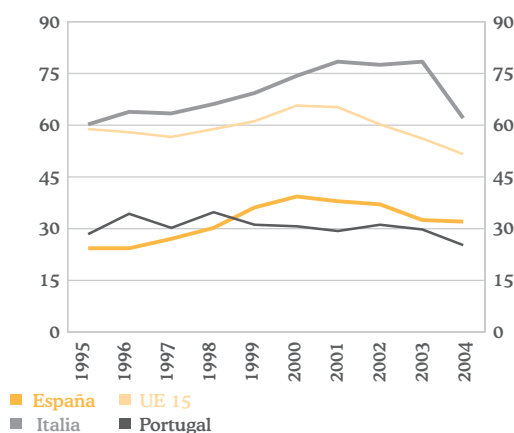
Fuente: EPA, INEM y Servicio Estudios Económicos BBVA

el colectivo de mujeres (24% en España, frente a 37% en la UE-14).

La existencia de las grandes disparidades regionales⁵, sobre todo, en lo referente a la tasa de paro, es otra de las ineficiencias del mercado de trabajo español. Aunque España no es el país con mayor dispersión regional (sobresale Italia), no se ha producido mejora alguna en este ámbito. Además, se concentra en el colectivo de las mujeres. La persistencia de estas divergencias regionales puede deberse a diferentes motivos, como la falta de movilidad interregional, el escaso ajuste de los salarios a las diferencias de productividad entre las regiones⁶ o la falta de respuesta de los salarios a las diferentes tasas de paro. En este sentido, la reforma del sistema de negociación colectiva actual podría contribuir a reducir la rigidez salarial y ajustar mejor los salarios al diferente comportamiento de la productividad.

Dispersión regional tasa de paro

Coefficiente de variación en tanto por cien



Fuente: Eurostat y Servicio Estudios Económicos BBVA

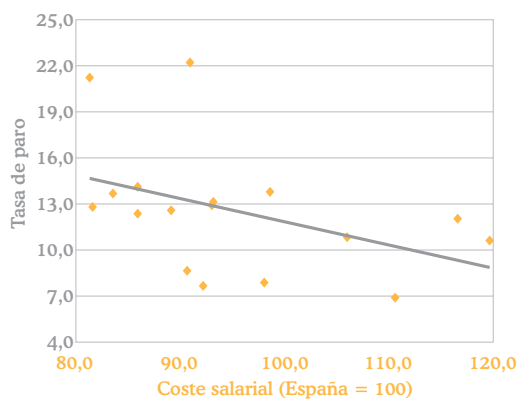
⁵ Coeficiente de variación de las tasas de paro por regiones NUTS-2 dentro de cada país

⁶ Véase Izquierdo, M y Lacuesta, A. "Heterogeneidad en los mercados de trabajo regionales". Boletín Económico del Banco de España. Octubre 2005

Conclusiones

El mercado laboral español se encuentra en un proceso de convergencia con el de la UE en tasa de empleo, actividad y paro equivalente al de convergencia en términos de renta. Todo ello es el resultado del impulso de factores de demanda sobre la actividad; de factores demográficos, especialmente del aumento de la inmigración; sociales, con la creciente incorporación de la mujer al mercado laboral; e institucionales, con sucesivas reformas legales.

Tasa de paro y del coste salarial de las CCAA (media 1997-2005)



Fuente: INE y Servicio Estudios Económicos BBVA

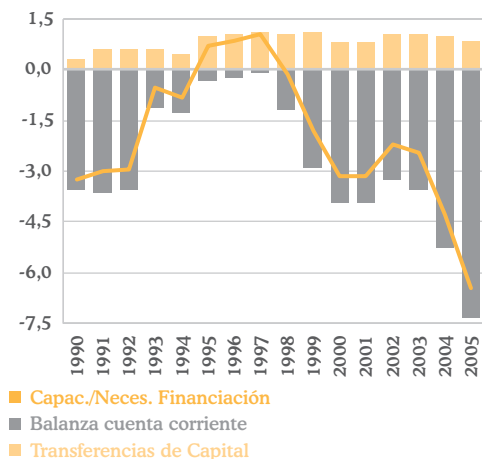
A pesar de estos avances, todavía existen divergencias apreciables con la UE que hacen difícilmente alcanzables los objetivos establecidos en la Estrategia Europea del Empleo. Las deficiencias del mercado de trabajo español siguen concentrándose en el comportamiento de mujeres y jóvenes. La tasa de participación y de ocupación femenina siguen siendo especialmente bajas y su tasa de paro más alta. En cuanto al paro juvenil, su reducción es una asignatura pendiente para todo el ámbito europeo. Por último, destacar la persistencia de la alta temporalidad, lo cual pone en duda la eficacia de las reformas realizadas hasta ahora para atajar este problema en España.

Julián Cubero, jcubero@grupobbva.com
Edita Pereira, edita.pereira@grupobbva.com

Gráfico 4.1.

España: Capacidad\Necesidad de financiación

(% PIB)



Fuente: Banco de España

4. Necesidad de financiación, quién invierte y quién ahorra

Carmen Hernansanz

María Sánchez

Servicio de Estudios Económicos BBVA

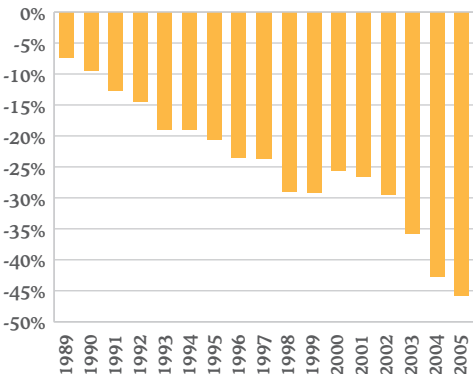
España registra un déficit por cuenta corriente al alza y en máximos en los últimos años. Tras la notable reducción que siguió al realineamiento de la peseta entre los años 1992 y 1995, el saldo exterior ha mostrado un perfil de deterioro ininterrumpido, pasando de estar prácticamente en equilibrio en 1997 a situarse a finales de 2005 en el 7,4% del PIB. Existen numerosas experiencias internacionales de abultados desequilibrios externos que no han sido sostenibles y han terminado por corregirse de manera abrupta. Sin embargo, en el caso español existen elementos que llevan a matizar esta conclusión. La incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria (UEM) es un evento clave para explicar el comportamiento de la balanza corriente. En primer lugar, la pertenencia a Europa ha supuesto un aumento del grado de apertura de la economía española, que ha pasado del entorno del 20% en 1980 a aproximadamente el 70% en 2005. El aumento de los flujos comerciales con el exterior ha generado un incremento del déficit comercial en un contexto en el que España, como economía con una menor renta per cápita que la de sus homólogas europeas, ha mantenido un diferencial de crecimiento positivo frente a Europa, demandando más bienes de otros países. No obstante, elementos como el encarecimiento del precio del petróleo, del que la economía española es muy dependiente, o la pérdida de competitividad, derivada del persistente diferencial de inflación, también han contribuido al aumento del desequilibrio externo.

Los condicionantes financieros son clave a la hora de valorar la sostenibilidad del déficit exterior puesto que el mantenimiento de continuados saldos negativos en la balanza corriente requiere que el resto de los países estén dispuestos a financiar el gasto y la inversión de la economía española. La UEM también ha supuesto cambios muy significativos en este ámbito que son objeto de análisis en este artículo. Más concretamente, este trabajo se centra en abordar el papel que las decisiones de ahorro e inversión de los diferentes agentes de la economía española han tenido en la financiación del déficit externo.

Gráfico 4.2.

Posición Financiera Neta frente al Resto del Mundo

(% PIB)



Fuente: Banco de España

La financiación del desequilibrio exterior frente al resto del mundo

El déficit corriente representa la diferencia entre el ahorro y la inversión domésticos. De manera más precisa, el déficit corriente sumado al saldo neto de transferencias de capital del exterior constituye la capacidad o necesidad de financiación de una economía. Esta diferencia, que para el caso español se elevó al 6,5% del PIB en 2005, representa sólo parte del volumen de financiación externa que se requiere para mantener el ritmo de crecimiento de nuestra economía. Adicionalmente, hay que tener en cuenta las decisiones de algunos agentes, principalmente empresas, de acometer inversiones en el exterior que requieren de crédito adicional, elevando aún más la necesidad de captar recursos financieros. Contablemente esta relación se puede expresar desde un doble ángulo:

Desde la perspectiva real:

- Capacidad ó Necesidad de Financiación = Ahorro Doméstico – Inversión Doméstica

Desde la perspectiva financiera:

- Capacidad ó Necesidad de Financiación = Δ Activos Exteriores – Δ Pasivos Exteriores

En lo que sigue de este artículo se mostrará la evolución de ambas vertientes en forma de libro mayor para cada uno de los sectores de la economía.

El creciente déficit corriente español ha sido resultado principalmente del notable dinamismo mostrado por la inversión frente a la práctica estabilidad mostrada por el ahorro. Ello se aprecia con claridad en el gráfico 4.3. que recoge las evoluciones de ambas variables sobre el PIB acumulado desde 1997 hasta 2005¹. La elección de 1997 como año de inicio obedece a que es el ejercicio en el que se confirma la pertenencia de España a la UEM y comienza a agudizarse el deterioro de la balanza corriente. Como resultado de la continuidad de este comportamiento, a finales de 2005, el saldo de activos financieros menos pasivos financieros frente al exterior arrojaba un saldo negativo próximo al 45% del PIB, más del doble del registrado en 1997.

Adicionalmente, utilizando la información de las Cuentas Financieras del Banco de España y acumulando los flujos de operaciones financieras desde 1997, se obtiene que durante este período la variación de activos financieros frente al resto de mundo se incrementó en 14,5 puntos del PIB en promedio. Este volumen de activos unido a unas necesidades de financiación durante el período que se estiman en torno a 3 puntos del PIB promedio arrojó una variación de pasivos financieros de 17,5 puntos de PIB. Para captar el papel de los fondos de inversión como canalizadores del ahorro doméstico al exterior se han ajustado en el balance de activos financieros del resto del mundo las posiciones de familias y empresas frente al resto del mundo por la proporción de la cartera que los fondos de inversión y las compañías de seguros mantienen en el exterior.

El análisis de los flujos financieros brutos, es decir, de los activos y los pasivos financieros no neteados, permite profundizar algo en estas tendencias. Así, las sociedades no financieras, las entidades de depósito² y el resto de instituciones financieras (fondos de inversión, fondos de pensiones, seguros y auxiliares financieros³) han aumentado de manera notable sus activos financieros en los últimos años con variaciones respectivas del 6,2%, 3,7% y 2,0% respecto al PIB. Este proceso de internacionalización también se ha hecho evidente por el lado de los pasivos puesto que las sociedades no financieras casi han captado financiación en el exterior por el mismo importe por el que han invertido fuera (5,5% del PIB), las Entidades de depósito, con un aumento de

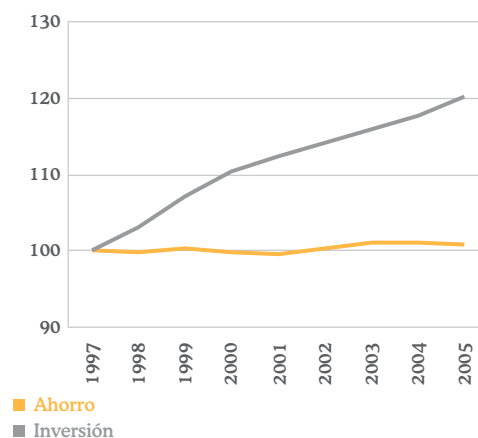
¹ Se han reconstruido las series mediante una conciliación entre la nueva base 2000 y la anterior contabilidad SEC95. Además, el Ahorro incorpora tanto el ahorro bruto como las transferencias netas, y la Inversión incluye la formación bruta de capital fijo más la variación de existencias y las adquisiciones, o cesiones, de activos no financieros no producidos.

² Esta agrupación corresponde a lo que según la metodología del Banco Central Europeo se denomina como Instituciones Financieras Monetarias que, más exactamente comprende las entidades de crédito residentes y todas las restantes instituciones financieras residentes cuyo negocio consista en recibir depósitos de entidades distintas de las IFM y en conceder créditos, y/o realizar inversiones en valores, actuando por cuenta propia.

³ Esta agrupación corresponde a lo que según la metodología del Banco Central Europeo se denomina como Instituciones Financieras No Monetarias. Estas están constituidas por todas las instituciones financieras residentes que se dedican principalmente a la intermediación financiera y que no son Instituciones Financieras Monetarias.

Gráfico 4.3.

Ahorro e Inversión de la Economía Española acumulado. (% PIB) (Índice 100=1997)



Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

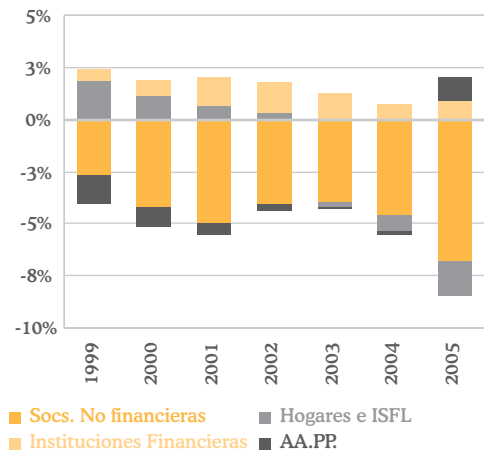
Cuadro 4.1. Balance del resto del mundo
p.p. PIB promedio 1997-2005

Recursos		Empleos	
Ahorro	3,0	0	Inversión
Δ AF frente a RM	14,5	17,5	Δ PF frente a RM
Por agente:		Por agente:	
Sociedades	6,2	5,5	Sociedades
AAPP	0,1	1,9	AAPP
Ent. depósito	3,7	7,3	Ent. depósito
Resto entidades	2,0	2,9	Resto entidades
Hogares	2,4	0,0	Hogares

* El saldo entre ahorro e inversión y el de activos financieros netos no cuadra como resultado de las discrepancias estadísticas entre la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras
Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 4.4.

Contribución a la Capacidad/Necesidad de financiación de la economía (% PIB)



Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

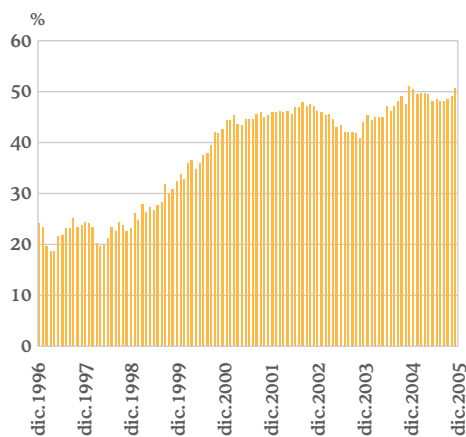
Cuadro 4.2. Balance de las AA.PP. p.p. PIB promedio 1997-2005

Recursos		Empleos	
Ahorro	3,0	3,4	Inversión
Δ PF	1,5	0,8	Δ AF
Por agente:		Por agente:	
Sociedades	0,2	0,2	Sociedades
Ent. depósito	-0,6	0,4	Ent. depósito
Resto entidades	0,0	0,0	Resto entidades
Hogares	-0,1	0,0	Hogares
Resto Mundo	1,9	0,1	Resto Mundo
Sin sectorizar	0,1		

* El saldo entre ahorro e inversión y el de activos financieros netos no cuadra como resultado de las discrepancias estadísticas entre la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras
Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 4.5.

Cartera a vencimiento de bonos y obligaciones del Estado en poder de no residentes



Fuente: Banco de España

sus pasivos de 7,3 puntos de PIB, presentan la posición deudora neta más acusada, y el Resto de entidades han demandado del exterior recursos financieros por valor de 2,9% del PIB. No obstante, dentro de esta última agregación, diferentes tipos de entidades han mostrado comportamientos distintos. Así, la internacionalización por el lado del activo del Resto de entidades se centra sobre todo en las inversiones financieras que las entidades gestoras de fondos de inversión y de pensiones están realizando en el exterior respondiendo a una mayor diversificación de sus carteras en el ámbito más globalizado del área euro. Este factor explica en buena medida el aumento de los activos financieros en el exterior de los hogares, que han aumentado hasta 2,4 p.p. de PIB. Desde la perspectiva del pasivo, el aumento de los flujos exteriores obedece en buena medida a las operaciones de emisiones de títulos en el extranjero, especialmente por parte de las entidades financieras.

Además, la evolución de la financiación externa obedece también a transacciones internas que se llevan a cabo en una economía entre los distintos sectores. Dicho flujo intersectorial refleja el distinto nivel de acceso de cada sector al exterior y ha mostrado evoluciones dispares. Así, como se puede apreciar en el gráfico 4.4., la mayor contribución a las necesidades de financiación totales provienen de las empresas. Sin embargo, llama la atención el cambio de signo que se ha producido en las contribuciones de los hogares y las Administraciones Públicas (AA.PP.). La posición financiera acreedora que mostraban las familias españolas se ha tornado en deudora desde 2003. Por el contrario, las AA.PP. tornaron en acreedora su posición financiera tradicionalmente deudora. Como resultado, durante este período, las empresas y las familias se han convertido en los principales demandantes de financiación exterior.

En las siguientes secciones se profundiza en los factores que explican este comportamiento.

Administraciones Públicas: menos necesidad de financiación pero más apelación al exterior

Siendo un sector tradicionalmente deficitario frente al exterior, las AA.PP. han mejorado su posición neta internacional estos últimos años, alcanzando en 2005, en términos anuales, una capacidad de financiación frente al resto del mundo. El proceso de consolidación fiscal que impuso la entrada de España en la UEM es la clave de esta evolución que ha llevado a las necesidades de financiación acumuladas desde 1997 a situarse en un modesto 0,4% del PIB.

La contrapartida más inmediata de este esfuerzo presupuestario ha sido la reducción del ratio de deuda pública que pasó del 65,3% del PIB en 1997 hasta el 43,2% en 2005. La menor apelación de las AA.PP. al ahorro de la economía española ha permitido que una mayor parte de estos recursos se destinen a financiar al resto de sectores. Sin embargo, durante el período considerado, la entrada en el euro y la mayor confianza de los mercados financieros en los fundamentales de la economía española en un entorno de mayor globalización financiera, aumentaron el atractivo de los activos financieros españoles para los inversores internacionales. De esta forma, se produjo una notable internacionalización de los mercados financieros, uno de cuyos principales exponentes ha sido la entrada de inversores no residentes en el mercado de deuda pública. De hecho, la participación de inversores extranjeros en el saldo de bonos y obligaciones del Estado ha pasado del 24% en 1997 al 50% a finales de 2005. Este fenómeno ha tenido su traslación en un aumento de los pasivos de las AA.PP. frente al resto del mundo de 1,9 puntos de PIB que se ha visto parcialmente compensado por una reducción de los pasivos frente a las instituciones financieras de 0,6 puntos.

Hogares: Más inversión real y financiera

A pesar de que las familias españolas han pasado de tener una posición acreedora a una posición deudora frente al resto del mundo, no hay que perder de vista que el ahorro de los hogares aún conforma un tercio del ahorro total de la economía, representando algo más de 8 p.p. de PIB durante el período 1997-2005 y excediendo la inversión realizada durante estos años. No obstante, las familias aumentaron sus tenencias de activos financieros en más de 9 puntos de PIB en estos ocho años, lo que ha requerido que sus pasivos financieros crezcan en 8,3 puntos de PIB.

Los hogares realizan el grueso de sus transacciones con las entidades financieras, sobre todo con las entidades de crédito dada la importancia de los depósitos dentro de la composición de sus activos financieros. Los depósitos aumentaron en 4 p.p. sobre PIB en promedio durante el período del análisis. Las entidades bancarias son las principales proveedoras de financiación a las familias, papel que se ha visto reforzado con un aumento de los préstamos bancarios a hogares de 7,7 puntos de PIB.

La mayor estabilidad macroeconómica y financiera, unida a factores sociodemográficos de diversa índole, ha llevado a un fuerte crecimiento de la inversión en vivienda, que ha mostrado tasas de crecimiento real del 7,7% en promedio anual durante el período considerado. El reflejo de este proceso inversor está en el crédito, que ha aumentado un 260% desde 1997 y se ha materializado en gran medida en vivienda donde el saldo de crédito se ha multiplicado por más de tres en los últimos ocho años.

El mayor riesgo que conlleva el aumento del endeudamiento hipotecario no es tan alarmante en comparación con otros países⁴. En 1997, la deuda hipotecaria sobre la renta disponible no llegaba al 40% en España mientras que los países más desarrollados se situaban en la banda del 60%-80%. En 2005 dicho ratio se elevó hasta el entorno del 80%, mientras que en el resto de países creció hasta el 75-110%.

Por otro lado, el proceso inversor en vivienda ha tenido un impacto positivo sobre la situación patrimonial de las familias puesto que el stock de vivienda de la economía española ha aumentado durante el período 1997-2005 en 40 puntos del PIB acumulados, elevando de esta forma la riqueza no financiera de los hogares.

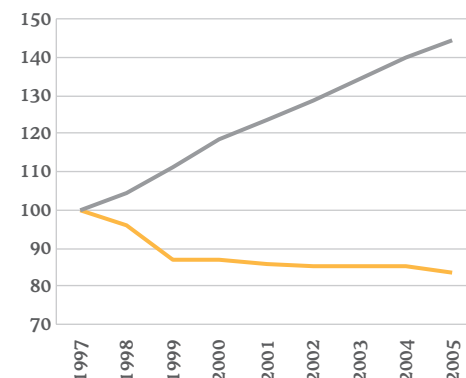
El aumento tanto de los activos como de los pasivos de las familias viene a reflejar el proceso de profundización financiera que ha tenido lugar en estos años asociado tanto al fuerte entorno competitivo del sector financiero como a la mayor cultura financiera de las familias y, muy especialmente, a la caída estructural en los tipos de interés.

Esta mayor sofisticación financiera ha propiciado también una incipiente internacionalización de las inversiones financieras de los hogares especialmente, como ya se ha señalado, a través de los fondos de inversión. La diversificación de las carteras derivada de la entrada de España a la UEM ha aumentado la exposición de los hogares a la evolución de los mercados internacionales en 2,4% del PIB en términos acumulados.

⁴ Se ha comparado frente a Canadá, Reino Unido, Alemania, EE.UU. y Japón.

Gráfico 4.6.

Ahorro e Inversión de las Familias acumulado. (% PIB) (Índice 100=1997)



■ Ahorro
■ Inversión

Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

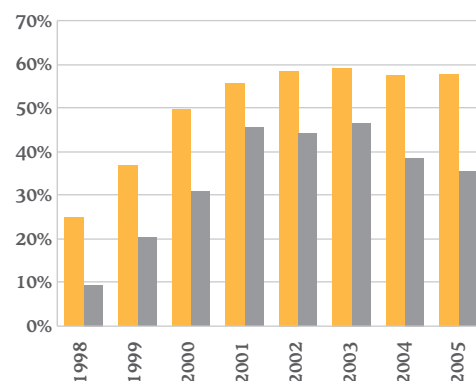
Cuadro 4.3. Balance de las Familias & ISFL
p.p. PIB promedio 1997-2005

Recursos		Empleos	
Ahorro	8,2	7,7	Inversión
Δ PF	8,3	9,2	Δ AF
Por agente:		Por agente:	
Sociedades	-0,1	0,5	Sociedades
AAPP	0,0	-0,1	AAPP
Ent. depósito	7,7	4,0	Ent. depósito
Resto entidades	0,6	2,4	Resto entidades
Resto Mundo	0,0	2,4	Resto Mundo

* El saldo entre ahorro e inversión y el de activos financieros netos no cuadra como resultado de las discrepancias estadísticas entre la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras
Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 4.7.

Porcentaje de la cartera de los Fondos de Inversión en el Exterior



■ Fondos del Mercado Monetario
■ Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario

Fuente: Banco de España

Cuadro 4.4. Balance de las Sociedades no financieras

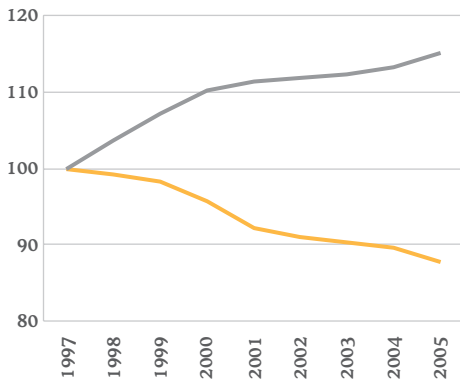
p.p. PIB promedio 1997-2005

Recursos		Empleos	
Ahorro	11,0	15,0	Inversión
Δ PF	13,6	9,3	Δ AF
Por agente:		Por agente:	
AAPP	0,2	0,2	AAPP
Ent. depósito	7,5	2,2	Ent. depósito
Resto entidades	0,2	0,7	Resto entidades
Hogares	0,5	-0,1	Hogares
R. M.	5,5	6,2	R. M.
Sin sectorizar	-0,4		

* El saldo entre ahorro e inversión y el de activos financieros netos no cuadra como resultado de las discrepancias estadísticas entre la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras
Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 4.8. Ahorro e Inversión de las Sociedades no Financieras acumulado. (% PIB)

(Índice 100=1997)

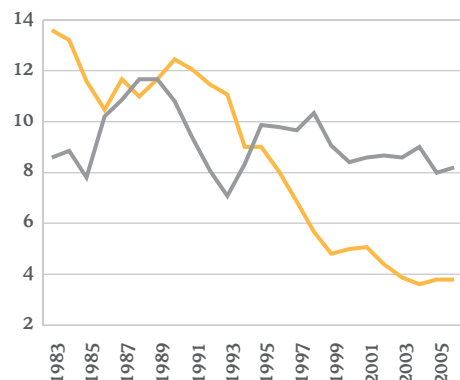


■ Ahorro
■ Inversión

Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 4.9. Rentabilidad del Activo y Coste Financiero

Total empresas no financieras



■ Coste Financiero
■ Rentabilidad Ordinaria del Activo Neto

Fuente: Central de Balances de Banco de España

Sociedades no financieras: inversión dentro y fuera

El ahorro y la inversión de las empresas acumulado en relación al PIB han mostrado tendencias divergentes. Así, mientras que el primero ha mostrado una evolución decreciente desde 1997, la segunda ha registrado un perfil expansivo. El positivo contexto en el que se ha desenvuelto la economía española, caracterizado por un bajo coste de uso del capital y un elevado crecimiento del gasto, ha apoyado un crecimiento promedio de la inversión en bienes de equipo del 6,9% anual.

Sin embargo, el impulso inversor de las empresas españolas no se ha agotado en el mercado nacional, sino que, atraídas por geografías en las que el potencial de crecimiento es significativo o alentadas por un deseo de ganar presencia en el mercado europeo, se ha asistido en los últimos años a una internacionalización sin precedentes del tejido empresarial español. De esta forma, los activos financieros frente al resto de agentes de la economía crecieron en torno a 9 p.p., de los que más de dos tercios fueron adquiridos en el exterior y materializados fundamentalmente en la adquisición de acciones y otras participaciones. Las sociedades aumentaron su exposición frente al resto del mundo hasta llegar al 67% del total del activo acumulado en ese periodo.

La evolución de los activos financieros unida a unas necesidades de financiación de 4 p.p. ha requerido captar recursos por valor de casi 14 p.p. de PIB, de los cuales en torno a 7,5 p.p. han sido concedidos por las entidades de crédito españolas y 5,5 p.p. han sido financiados en el exterior.

La evolución de los resultados empresariales ha sido muy favorable en los últimos años, lo que muestra lo acertado hasta el momento de las decisiones de inversión. De acuerdo con la Central de Balances del Banco de España, la rentabilidad ordinaria del activo neto se ha situado en un 9,1% en promedio entre 1997 y 2004. La Central de Balances trimestral corrobora que esta situación se ha prolongado también en el período más reciente. Pero además, la diferencia entre la rentabilidad empresarial y el coste de la financiación ha sido creciente durante todo el período analizado, argumento que refuerza el acierto del apalancamiento de las sociedades financieras en los últimos años.

Por lo tanto, la expansión hacia el exterior no ha ido hoy por hoy en detrimento de la situación patrimonial de las empresas españolas. Así, los principales sectores de nuestra economía comparan muy favorablemente con sus homólogos europeos, superando la media de éstos en aspectos como las calificaciones de riesgo otorgadas por las agencias de rating.

No obstante, es importante tener en cuenta que el proceso de internacionalización de las empresas españolas lleva a que las rentabilidades empresariales futuras sean cada vez más dependientes del exterior, especialmente de América Latina, destino del 38% de la inversión extranjera directa realizada por las empresas españolas entre 1997 y 2005. Para algunas de las principales empresas del país, América Latina ya genera entre el 20%-30% de su ebitda. El cambio estructural observado en los fundamentales de los principales países latinoamericanos, junto con el elevado potencial de crecimiento de estas economías, lleva a ser optimista sobre la capacidad de la región de seguir generando beneficios en el futuro. De hecho, América Latina ofrece a las empresas españolas la oportunidad de seguir manteniendo elevadas rentabilidades en un contexto en el que en muchos sectores el mercado español es cada vez más maduro.

Sector financiero: la correa de transmisión entre un sector privado cada vez más endeudado y el sector exterior

El rasgo más destacado de la posición de las entidades financieras⁵ ha sido el fuerte crecimiento de sus activos y sus pasivos financieros. Ello es un reflejo de su papel de intermediarios de la economía, y, por tanto, de su actuación como correa de transmisión entre las decisiones de ahorro y financiación del resto de los sectores. De esta forma, las entidades financieras han aportado recursos financieros a empresas y familias por importes relativamente similares (7,5% y 7,7% del PIB respectivamente). Principalmente, la financiación de la inversión en vivienda y el aumento de la inversión de las sociedades no financieras son los dos factores que han incidido en dicha evolución. Además, la presencia de las entidades financieras como adquirentes netos de activos financieros en el exterior también ha sido bastante relevante (3,7% del PIB). Así, más de la mitad de dicho activo está materializado en valores distintos de acciones y el resto se reparte a partes iguales entre efectivo, préstamos y acciones y otras participaciones.

Para financiar este abultado aumento de los activos financieros, las entidades han recurrido a la tradicional captación de recursos por la vía de los depósitos de empresas, y sobre todo de familias (2,2 y 4 puntos de PIB respectivamente). Sin embargo, esta fuente de financiación sólo ha cubierto un tercio de las necesidades de las entidades manifestándose como cada vez más insuficiente para cubrir la concesión de créditos a las empresas y a las familias. Como resultado, se ha generado un gap creciente entre la inversión crediticia de las entidades y los depósitos que ha habido que suplir recurriendo a fuentes de financiación alternativas.

Así, la expansión crediticia ha tenido que ser costeada mediante crecientes emisiones en forma de cédulas hipotecarias⁶, bonos de titulización⁷ y participaciones preferentes⁸. De esta forma, las entidades bancarias han continuado apelando al exterior mediante dichos fondos de titulización, con un crecimiento superior al 40% a principios de 2006, y mediante emisiones de cédulas hipotecarias que se han incrementado más del 60% en el mismo periodo. Las operaciones de titulización y de participaciones preferentes se agrupan en el epígrafe de Resto de entidades como resultado de que estas emisiones son realizadas por sociedades vinculadas a las entidades de crédito y no por ellas mismas. De acuerdo con el Banco de España, a finales de 2005 el saldo vivo de valores emitido por el sistema financiero representaba el 50% del PIB, por encima del 40% que suponen los pasivos de las AA.PP. La actividad del Resto de entidades viene a explicar en torno a la mitad de dicho saldo, si bien la importancia de estos instrumentos resulta más modesta en este trabajo como resultado de haber tomado un período de análisis más dilatado.

Con todo, el principal canal por el que las entidades financieras han aumentado su financiación ha sido el sector exterior (7,3 puntos de PIB). En buena medida esta financiación responde a la actividad de las entidades españolas como tomadoras en el mercado interbancario del euro, lo que ha generado que la posición interbancaria de las instituciones crediticia sea cada vez más deudora. No obstante, es importante

⁵ En este epígrafe se analiza la situación de la agrupación de Instituciones Financieras y Monetarias (IFMs)

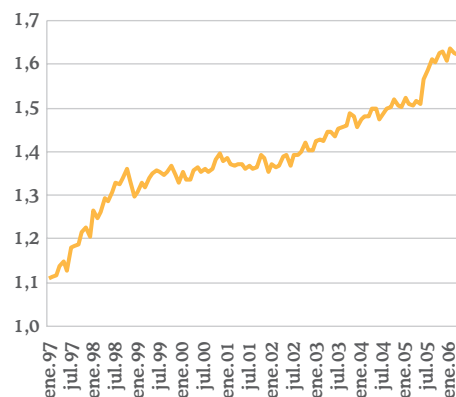
⁶ Las cédulas hipotecarias son activos financieros o títulos de renta fija que se emiten con la garantía de la cartera de préstamos hipotecarios de la entidad de crédito emisora.

⁷ Operaciones que permiten transformar activos no negociables en negociables para captar financiación.

⁸ Instrumento financiero emitido por una sociedad que no otorga derechos políticos al inversor, ofrece una retribución fija (condicionada a la obtención de beneficios) y cuya duración es perpetua, aunque el emisor suele reservarse el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del supervisor (en el caso de las entidades de crédito, el Banco de España).

Gráfico 4.10.

Ratio Crédito sobre Depósitos a otros sectores residentes



A partir de Junio de 2005 se produce un cambio metodológico que afecta al nivel de la serie.

Fuente: Banco de España

Cuadro 4.5. Balance de las Entidades de depósito

p.p. PIB promedio 1997-2005

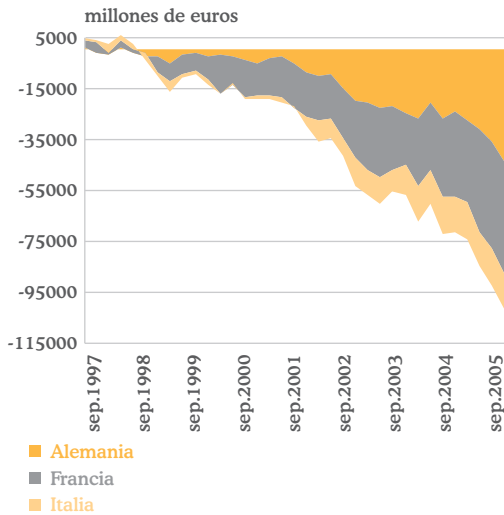
Recursos		Empleos	
Ahorro	1,2	0,4	Inversión
Δ PF	18,3	19,1	Δ AF
Por agente:		Por agente:	
Sociedades	2,2	7,5	Sociedades
AAPP	0,4	-0,6	AAPP
Resto entidades	4,2	0,8	Resto entidades
Hogares	4,0	7,7	Hogares
Resto Mundo	7,3	3,7	Resto Mundo
Sin sectorizar	0,2		

* El saldo entre ahorro e inversión y el de activos financieros netos no cuadra como resultado de las discrepancias estadísticas entre la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras

Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 4.11.

Posición neta interbancaria frente a los principales países de la UEM



Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA y Banco de España

tener en cuenta que, a pesar de esta mayor apelación al exterior, la exposición a tipo de cambio del negocio doméstico es muy reducida como resultado de que la mayor parte de esta actividad tiene lugar en los mercados del área euro. Estos mercados, a su vez, gozan de una notable profundidad y liquidez, lo que limita los riesgos para las entidades españolas. En este sentido, es importante tener en cuenta la sólida posición del sistema bancario español en el contexto internacional, reflejada en su elevada calidad crediticia, superior a la media del sector en Europa⁹, y a indicadores como el del ROE que sitúa a la banca española al nivel de sistemas bancarios como el estadounidense.

Conclusiones

Las necesidades de financiación de la economía española han experimentado un incremento continuado en los últimos años. En general, ello se ha debido al aumento del endeudamiento de empresas y familias. La asunción de un mayor nivel de deuda es una respuesta a un entorno de tipos de interés permanentemente más bajos y a la existencia de oportunidades de inversión atractivas.

En lo que respecta a las empresas, estas oportunidades de inversión se han materializado tanto doméstica como internacionalmente. Estas operaciones han sido financiadas recurriendo a la financiación externa pero, sobre todo, a las entidades de crédito españolas.

En el caso de las familias, se ha producido un notable aumento de la inversión en activos inmobiliarios que ha respondido, además de a los factores citados, a aspectos sociodemográficos, un entorno de tipos muy reducido que ha limitado el atractivo de algunos activos financieros y a un alargamiento de los plazos de los créditos hipotecarios que ha mejorado los ratios de accesibilidad. Este proceso inversor ha elevado la riqueza no financiera de los hogares desde el 272% hasta el 530% del PIB entre 1997 y 2005.

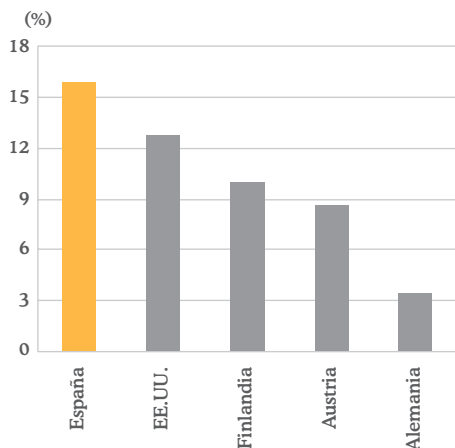
El acceso limitado de los hogares a fuentes de financiación alternativas a las bancarias ha supuesto que los recursos necesarios para acometer estas inversiones hayan sido provistas por las entidades de crédito españolas. Puesto que la captación tradicional por la vía de los depósitos no ha sido suficiente para abastecer la demanda de crédito de empresas y familias, las entidades bancarias han recurrido a las emisiones de títulos y a endeudarse con otras entidades, sobre todo a través del mercado interbancario.

Es importante tener en cuenta que el actual déficit corriente es lo que permite a la economía española abordar procesos de inversión superiores a los que le hubieran sido posibles recurriendo a la generación de ahorro interno. Sin embargo, los flujos financieros que entran en nuestro país tienen la consideración de un préstamo. Es decir, detraerán renta futura generada por el sector privado que es el artífice fundamental del proceso de endeudamiento que se está produciendo. Por ello es importante valorar si la rentabilidad futura de las inversiones acometidas por las empresas o la capacidad de las familias para generar rentas serán las adecuadas para hacer frente a los compromisos con el exterior. Las perspectivas son optimistas.

En lo que respecta a las empresas, la presencia en el exterior dota a las sociedades no financieras de un notable potencial para diversificar sus fuentes de ingresos y para aumentar su rentabilidad en mercados menos maduros. En el caso de las familias, las buenas perspectivas del mercado laboral y el gradualismo de las subidas de tipos de interés

Gráfico 4.12.

ROE de los sistemas financieros en 2005



Fuente: FMI

⁹ Calificación crediticia de S&P

apoyarán la capacidad de pago de los hogares en un contexto en el que los precios de la vivienda irán moderándose de manera paulatina. Tampoco se perciben riesgos significativos por el lado de las entidades financieras puesto que para que su solvencia se viera amenazada por el mercado inmobiliario tendría que producirse una caída muy intensa en los precios residenciales, escenario que presenta una baja probabilidad.

Por tanto, la economía española ha experimentado un conjunto de transformaciones que llevan a que la financiación del déficit corriente presente menos dificultades de las que cabría pronosticar si sólo se analiza su nivel y su tendencia. La caída estructural de los tipos de interés y el acceso a los mercados financieros europeos han favorecido una internacionalización financiera sin precedentes, que ha apoyado procesos inversores de empresas y familias sin los cuáles la economía española no habría podido mostrar un crecimiento económico tan dinámico como el exhibido en los últimos años.

Cuadro 4.7. Posición financiera de cada sector frente al resto de sectores de la economía:

p.p. PIB promedio 1997-2005

Δ Pasivo \ Δ Activo	Sociedades	AAPP	Entidades depósito	Resto de entidades	Hogares	Economía general	Resto del Mundo
Sociedades	7,1	0,2	7,5	0,2	0,5	15,6	5,5
AAPP	0,2	0,5	-0,6	0,0	-0,1	0,0	1,9
Entidades depósito	2,2	0,4	2,1	4,2	4,0	12,9	7,3
Resto de entidades	0,7	0,0	0,8	0,9	2,4	4,8	2,9
Hogares	-0,1	0,0	7,7	0,6	0,0	8,2	0,0
Economía general	10,1	1,2	17,5	5,9	6,8		17,5
Resto del Mundo	6,2	0,1	3,7	2,0	2,4	14,5	

■ Variación mayor al 3,5 puntos acumulados del PIB

Fuente: Servicio Estudios Económicos BBVA

5. Resumen de previsiones

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

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

* Contribución al crecimiento
**Incorpora el efecto del incremento del IVA alemán

Entorno internacional (% interanual)

	Crecimiento real del PIB (%)				Inflación** (%)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
EE.UU.	4,2	3,5	3,3	3,2	2,7	3,4	3,4	2,1
UK	3,3	1,9	2,6	2,6	1,3	2,0	2,1	1,9
Japón	2,7	2,7	3,0	3,0	0,0	-0,3	0,4	0,5
Latam*	6,0	4,4	4,5	3,9	6,8	6,0	5,3	5,7

*Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Perú, Uruguay y Venezuela
** Para Latam, previsión de fin de periodo

Variables financieras (final de período)

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

* Tipos de interés a 10 años referidos a bonos alemanes

	Tipo de cambio (vs euro)				Brent			
	25/07/06	Sep-06	Dic-06	Dic-07	25/07/06	Dic-06	Dic-07	
EE.UU.	1,26	1,27	1,27	1,30	\$/b	73	62	56

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	3,6	3,0
Consumo Privado	3,2	2,9	2,6	4,4	4,4	3,8	3,2
Consumo Público	3,9	4,5	4,8	6,0	4,5	4,9	5,0
Formación bruta de capital fijo	4,5	3,3	5,6	4,9	7,3	6,5	4,6
Bienes de equipo	0,1	-2,9	2,5	3,7	9,5	8,3	6,4
Construcción	6,8	6,2	6,3	5,5	6,1	6,1	3,7
Vivienda	6,0	7,0	9,5	6,0	6,0	7,5	4,5
Resto	7,6	5,7	3,5	5,1	6,1	4,9	3,0
Otros Productos	6,0	5,0	7,7	4,4	7,7	4,7	4,5
Variación de existencias (*)	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	3,7	3,4	3,8	4,9	5,3	5,1	4,2
Exportación bienes y servicios	4,0	1,8	3,6	3,3	1,0	6,7	8,7
Importación bienes y servicios	4,2	3,9	6,0	9,3	7,1	9,5	9,7
Saldo exterior neto (*)	-0,2	-0,7	-0,8	-1,8	-1,9	-1,5	-1,2
PIB a precios corrientes	7,9	7,2	7,1	7,3	8,0	8,0	7,1
Millones de Euros	679.842	729.021	780.550	837.316	904.302	976.504	1.046.046
Precios y costes							
Deflactor del PIB	4,2	4,4	4,0	4,1	4,4	4,2	4,0
Deflactor consumo hogares	3,4	2,8	2,9	3,4	3,5	4,1	3,5
IPC	3,6	3,5	3,0	3,0	3,4	3,7	2,7
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,0	1,3	1,0	0,9	1,2	1,5	0,8
Remuneración por asalariado	3,6	3,3	3,4	3,3	2,5	2,9	2,9
Coste laboral unitario (CLU)	3,3	3,0	2,9	2,8	2,3	2,4	2,9
Mercado de trabajo							
Población activa, EPA	0,3	4,1	4,0	3,3	3,5	3,6	3,9
Empleo EPA	4,1	3,0	4,0	3,9	5,6	4,5	4,5
Variación en miles de personas	640	484	666	675	1002	850	889
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,2	2,4	2,5	2,6	3,1	3,1	2,7
Tasa de Paro	10,6	11,5	11,5	11,0	9,2	8,4	7,9
Productividad	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3	0,5	0,3
Sector Público							
Deuda (% PIB)	55,6	52,5	48,9	46,4	43,2	40,0	37,9
Déficit AA.PP. (% PIB)	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	1,1	0,9	0,4
Sector Exterior							
Saldo Comercial (% PIB)	-6,3	-5,8	-5,9	-7,2	-8,6	-9,8	-9,7
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,0	-8,1

Fuente: organismos oficiales y BBVA

(*) Contribución al crecimiento del PIB

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31254-2000

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

España y Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Europa: Sonsoles Castillo

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Latam y Mercados Emergentes:

Argentina: Ernesto Gaba

Chile:

Colombia: Daniel Castellanos

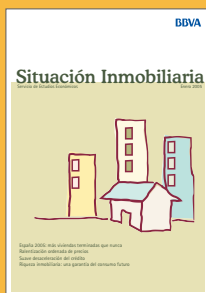
Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

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.