

Situación España

Primer Trimestre 2014
Análisis Económico

- **La economía española crece y, por primera vez desde el inicio de la crisis, se perciben riesgos al alza.**
- **Las exportaciones seguirán liderando el crecimiento** apoyadas por el progreso de las economías desarrolladas y la diversificación de destinos.
- **El nuevo crédito aumenta, sobre todo a empresas,** lo que contribuirá a consolidar la recuperación.
- **El BCE debe ser más contundente para asegurar su objetivo de inflación,** lo que facilitaría las ganancias de competitividad y el desapalancamiento en España.
- **La reforma fiscal debe propiciar una mayor transparencia, neutralidad y eficiencia** con las que ayudar a crear empleo y a la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Índice

1. Editorial.....	3
2. Entorno global: más crecimiento a la vista y con riesgos más equilibrados	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española: una recuperación anhelada	10
Recuadro 1. La moderación de la inflación española en el último quinquenio.....	26
4. Aunque el esfuerzo fiscal continúa, lo hace a un ritmo insuficiente	33
Recuadro 2. Expansión, crisis y consolidación de las cuentas públicas españolas	38
5. Coyuntura regional: hacia la recuperación de la demanda interna.....	43
Recuadro 3. La diversificación de las exportaciones como factor explicativo del crecimiento regional	49
6. Cuadros.....	55

Fecha de cierre: 7 de febrero de 2014

1. Editorial

Por primera vez desde el inicio de la crisis existe un sesgo al alza sobre las previsiones de crecimiento de la economía española de BBVA Research. En particular, aunque se mantienen las expectativas de un crecimiento del PIB alrededor del 1% en el promedio de 2014, los indicadores más recientes apuntan a una aceleración del proceso de recuperación que, de confirmarse a lo largo del trimestre en curso, podría llevar a un avance de la actividad incluso mayor durante el conjunto del año y, por lo tanto, a una significativa revisión al alza de nuestras previsiones de primavera. En cualquier caso, para 2015 se incrementa la probabilidad de observar tasas de crecimiento alrededor del 2% y de que éstas generen un proceso de creación sostenida del empleo.

Existen varios factores detrás de este entorno más favorable. En primer lugar, la actividad a nivel mundial va ganando tracción, principalmente como consecuencia de la recuperación que se observa en las economías desarrolladas y, entre ellas, las europeas. Por lo tanto, se confirma el escenario presentado hace tres meses, que planteaba una aceleración del crecimiento global desde el entorno del 3,0% en 2013 hasta niveles cercanos al 4,0% en 2014 y 2015. Este escenario podría ser especialmente favorable para las exportaciones españolas, dadas las ganancias de competitividad y el proceso de diversificación de destinos en el que están inmersas las empresas (véase el Recuadro 3), que permitirían tomar ventaja de una demanda internacional más dinámica. Aunque la reciente desaceleración de las exportaciones de bienes supone un riesgo a seguir, su menor crecimiento parece consecuencia de factores de demanda, cuya incidencia, de acuerdo al escenario mundial descrito, sería temporal.

En segundo lugar, un entorno de mayor certidumbre ha permitido que la demanda interna reduzca considerablemente su lastre sobre el crecimiento. Por un lado, el impulso de las exportaciones, el incremento de la productividad y el proceso de devaluación interna, han permitido un aumento del ahorro de las empresas que ha incrementado la inversión en maquinaria y equipo. Por otro, el consumo privado habría crecido durante los dos últimos trimestres del año anterior como consecuencia del mejor comportamiento de sus fundamentales. A este respecto, hay que destacar que la creación de empleo está siendo superior a la esperada. Asimismo, el valor del colateral de familias y empresas comienza a tocar fondo (riqueza inmobiliaria) o se ha incrementado sustancialmente (riqueza financiera). Finalmente, la mejora en los mercados financieros de capital continúa consolidándose, y la incertidumbre respecto a la política económica ha caído considerablemente, lo que ha dado como resultado un entorno más favorable para el gasto de las familias.

Este aumento de la demanda interna ha tenido como contrapeso el incremento de las importaciones, que se prevé que sea transitorio. El aumento de las compras al exterior se ha visto afectado por el dinamismo de las exportaciones y por impulsos fiscales transitorios como el plan PIVE. El efecto de estos últimos tenderá a desaparecer en el tiempo y se espera que las ganancias de competitividad que han venido mostrando los productores nacionales, junto con la mayor sensibilidad de los consumidores al precio, mantengan el proceso de sustitución de importaciones hacia delante.

En tercer lugar, se observa un punto de inflexión en los flujos de nuevo crédito. Como ya se explicó en esta misma publicación hace tres meses, el elemento clave de la financiación que precede a la recuperación de la actividad económica es la aceleración de las nuevas operaciones de crédito, no la variación en los saldos vivos (estos se encuentran afectados por el necesario proceso de desapalancamiento que supone un elevado nivel de amortizaciones). Dichos flujos muestran crecimientos en las operaciones ligadas a empresas y al gasto en consumo, factores fundamentales para consolidar la recuperación económica.

En cualquier caso, existen todavía algunos factores de riesgo que podrían frenar la recuperación. En Europa, es indispensable que continúe el proceso decidido hacia la unión bancaria, disminuyendo la incertidumbre que existe sobre la revisión de la calidad de los

activos en el sector financiero, y haciendo énfasis en el efecto positivo que tendrá la mayor transparencia y supervisión única sobre la credibilidad del sistema en su conjunto. Asimismo, es importante que el Banco Central Europeo sea consistente con el objetivo de inflación para la zona euro y aplique un esfuerzo simétrico ahora que las previsiones sitúan el crecimiento de los precios por debajo de la meta durante al menos 2014 y 2015. Tasas de inflación bajas en la zona euro hacen más difícil el proceso de desapalancamiento y de ganancias de competitividad en el que se encuentra inmersa la economía española (véase el Recuadro 1). Asimismo, la redistribución de recursos entre sectores sería más fácil con un tipo de cambio algo más depreciado que el nivel actual.

A nivel doméstico, será importante valorar qué tanto de la recuperación se debe a una posible desviación del objetivo de déficit público, dado el inevitable proceso de consolidación fiscal que queda por delante. Los datos disponibles hacen prever que el déficit público habría sobrepasado alrededor de medio punto del PIB el objetivo prometido en ausencia de medidas discrecionales significativas en el último mes del año. Si la aceleración en el crecimiento se ha dado a pesar de haber cumplido con la meta fiscal con resultados de calidad por el lado de los ingresos o los gastos, la lectura para el futuro de la economía española sería muy positiva. Sin embargo, si simplemente se ha transferido parte de la consolidación hacia 2014, el impacto de dicho esfuerzo fiscal estaría todavía por venir. Más importante aún será que, en tal caso, las AA.PP. anuncien las medidas compensatorias lo más pronto posible, de tal manera que el proceso de reducción de desequilibrios de las cuentas públicas gane en credibilidad.

Ante este entorno de riesgos menos sistémicos y expectativas de recuperación, es indispensable mantener el impulso reformador. El esfuerzo por mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas, promover la reestructuración del sector financiero y mejorar la competitividad de las empresas ha sido muy importante durante los últimos años. La recuperación que se observa, en parte debido a esas decisiones de política económica, debería ser aliciente para impulsar una nueva ronda de medidas que consoliden, e incluso mejoren, la tendencia de crecimiento. En particular, el Gobierno abordará en breve la reforma del sistema impositivo, cuyos objetivos deberían ser los de incentivar la creación de empleo, fomentar el ahorro nacional, atraer la inversión extranjera e incrementar el crecimiento potencial. Adicionalmente, es necesario que la reforma de luz a un sistema transparente, neutral, eficiente y que asegure la recaudación necesaria para mantener el Estado de bienestar (véase el Recuadro 2). La creación de empleo a la que puede dar lugar una adecuada reforma fiscal (por ejemplo, reduciendo las cotizaciones sociales), debe verse acompañada por nuevas medidas en los mercados de productos y de trabajo, que propicien más empleo pero también más productivo y estable. Esas medidas deben incentivar la contratación indefinida, aumentar la eficiencia de las políticas activas de empleo, generalizando al conjunto de desempleados muchas de las buenas iniciativas incluidas en el Plan Nacional de Implantación de la Garantía Juvenil, y facilitar la creación de empleo para aquellas empresas y trabajadores para los que sus convenios de ámbito superior implican salarios superiores a los de la productividad del puesto de trabajo que podría crearse. Y nunca conviene perder de vista que la introducción de mayor competencia permitirá que estas medidas se trasladen a menores precios que permitan ganancias de competitividad en las empresas y de poder adquisitivo para las familias. Y que el foco de todas las medidas debe garantizar que se genere el entorno adecuado para que aumente la tasa de natalidad de las empresas, y su ritmo de crecimiento. En definitiva, llevar a cabo todas las reformas necesarias para que la reducción de la tasa de desempleo se realice en el menor número posible de años y se consolide el cambio de patrón de crecimiento de la economía española.

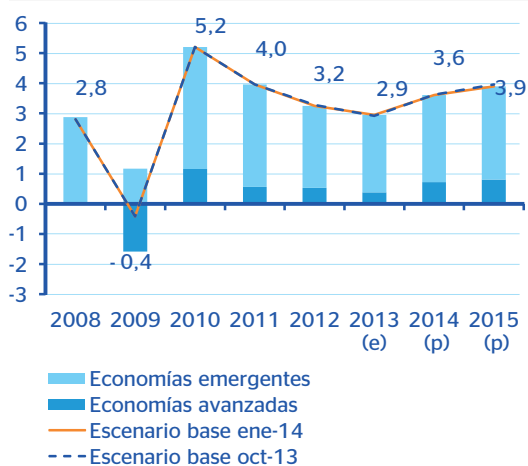
2. Entorno global: más crecimiento a la vista y con riesgos más equilibrados

El ciclo económico global mejora y se despejan algunas incertidumbres de la política económica

El ciclo económico global se ha fortalecido durante los últimos meses de 2013. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1% trimestral, y dejaría atrás la moderación iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0,5%. A esta mejora ha contribuido la aceleración de las economías avanzadas, en especial EE.UU., pero también la zona euro, que empieza a crecer moderadamente tras el fin de la recesión a mediados de 2013. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas, como China, mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

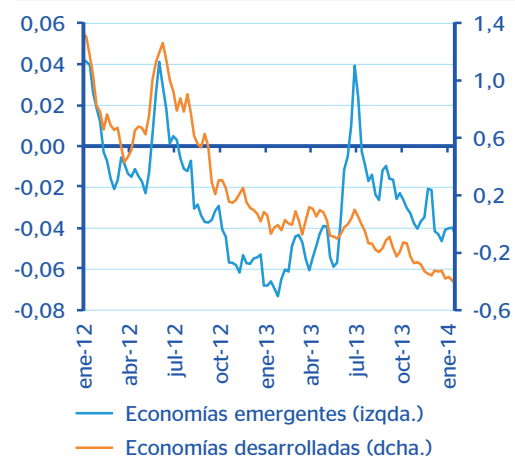
La mejor valoración del entorno global es el resultado también de las novedades de política económica, que han contribuido a reducir la incertidumbre. Por una parte, en EE.UU. se ha alcanzado un acuerdo en materia fiscal con más recorrido de lo esperado. Además, la mejora en la actividad ha permitido que la Reserva Federal haya comenzado a ralentizar su programa de expansión monetaria (*tapering*) a principios de 2014. En Europa, se han dado pasos adicionales para la construcción de una unión bancaria, lo que junto a la determinación del BCE para atajar riesgos, debería eliminar el lastre que supone la fragmentación financiera. El panorama global estaría más despejado, si no fuera por el efecto que el *tapering* está teniendo sobre los mercados financieros de las economías emergentes, y que podría terminar afectando al crecimiento de algunas de las economías de este grupo.

Gráfico 2.1
Contribuciones al crecimiento mundial (%)



(e): estimación.
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2.2
Índice de tensiones financieras de BBVA Research



Fuente: BBVA Research

Con todo, el diagnóstico del escenario global mejora respecto al que se tenía hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes de las previsiones. El PIB global, que en 2013 se habría desacelerado hasta el 2,9%, crecerá en 2014 y 2015 el 3,6% y 3,9% respectivamente (Gráfico 2.1), cifras prácticamente iguales a las de hace tres meses por la compensación de cambios en las expectativas de crecimiento de distintas áreas: al alza en EE.UU., a la baja en algunas economías emergentes y sin cambios relevantes en las previsiones del conjunto de la

zona del euro en 2014. **La previsible aceleración del crecimiento no resta importancia a la existencia de riesgos bajistas sobre la previsión.** Aunque los riesgos que se adivinan están lejos de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes, como las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

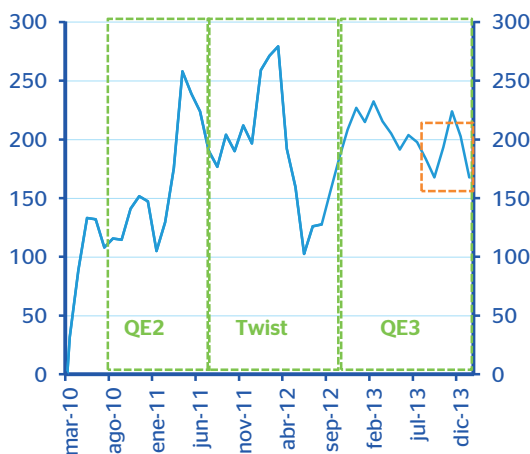
EE.UU., a una velocidad de crucero suficiente para comenzar a desprenderse del impulso monetario

El PIB de EE.UU. ha mantenido una senda de aceleración durante todo 2013, y a finales de año mantenía ya una velocidad de crucero que ha permitido a la Reserva Federal dar los primeros pasos en la retirada de los estímulos monetarios. Efectivamente, el crecimiento en el tercer trimestre se aceleró hasta el 1% trimestral, y los datos más recientes de coyuntura apuntan a que el ritmo en el último trimestre se habría mantenido vigoroso, aunque quizás unas décimas por debajo del anterior.

Existe una mayor certidumbre sobre el tono de la política fiscal, lo que supondrá un menor drenaje al crecimiento económico en 2014. La falta de acuerdos entre los partidos sobre el modo de conducir el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. llevó a una interrupción parcial y temporal de la actividad del gobierno federal que, finalmente, tuvo un impacto menor en el PIB. Posteriormente, en diciembre, se alcanzó un acuerdo que supuso un paso adelante para eliminar la incertidumbre sobre la financiación de la actividad del gobierno en 2014-15, además de reducir el ajuste fiscal inicialmente previsto para ese periodo. Sólo el efecto directo de la menor intensidad de la consolidación fiscal eleva un par de décimas el crecimiento esperado para 2014. A ello habría que añadir los potenciales efectos, vía confianza, que pueda tener sobre el consumo de hogares y sobre las decisiones de inversión y contratación de las empresas esta disminución de la incertidumbre. Con todo, siguen pendientes acuerdos en asuntos que afectan a la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo (gasto en sanidad, pensiones, etc).

Gráfico 2.3

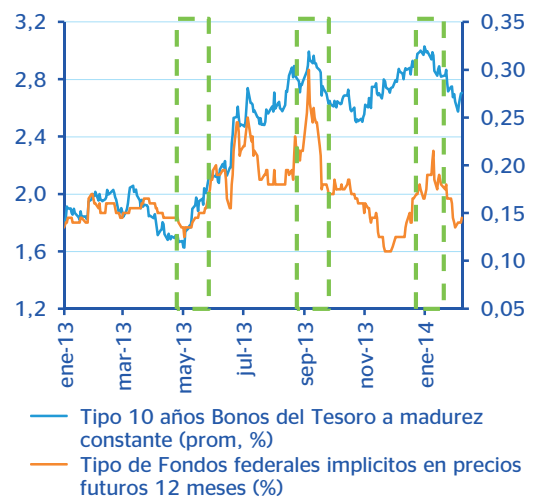
EE.UU.: empleo privado no agrícola (variación mensual en miles, media móvil 3 meses)



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfico 2.4

EE.UU.: futuros sobre fondos federales y tipos de largo plazo (%)



Fuente: Bloomberg

Las perspectivas de la política monetaria también se han aclarado recientemente, en línea con lo esperado. La Reserva Federal había vinculado el fin de su programa de estímulo monetario a la marcha de la economía. Como se señaló anteriormente, la actividad ha mostrado una tendencia a la aceleración, más contenida en el caso del mercado laboral pero, en todo caso, reseñable pese a la ausencia de estímulos adicionales (véase el Gráfico 2.3). Además, se ha producido una disminución de la tasa de paro hasta el 6,7%, en parte impulsada por la caída

de la población activa. Y todo ello con unas perspectivas inflacionistas bien ancladas dentro de los márgenes establecidos por la propia Fed¹. En consecuencia, la Fed ha decidido comenzar a moderar el ritmo de compras mensuales de activos financieros, deuda pública y activos del mercado hipotecario, de forma que en el cuarto trimestre de 2014 el aumento de balance del banco central haya terminado. El escenario base también incluye que la primera subida de tipos de interés se producirá en la segunda mitad de 2015, al tiempo que se continuará insistiendo en el *forward guidance* para anclar las expectativas de tipos. Precisamente el esfuerzo que la Fed ha hecho en los últimos meses para explicar su estrategia de salida ha sido relativamente exitoso para evitar episodios de volatilidad como los registrados a comienzos de verano pasado. Tanto los tipos de interés a largo plazo, como las expectativas sobre la senda de los fondos de la Fed se mantienen en niveles no superiores a los registrados al inicio del verano (véase el Gráfico 2.4). Esto es significativo en tanto que parte de la recuperación de la actividad en EE.UU. se debía a sectores sensibles al tipo de interés, particularmente el sector inmobiliario.

En síntesis, se revisa al alza la previsión de crecimiento de EE.UU. en 2014 hasta el 2,5%, cifra que se estima también para 2015. Tras este ajuste, se encuentran tanto la fortaleza que la economía americana ha mostrado en la segunda parte de 2013 como el impulso adicional que supondrá el menor drenaje fiscal resultado del acuerdo fiscal alcanzado a finales de 2013. Cabe señalar que la previsión tiene riesgos al alza si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación por parte de las empresas.

El *tapering* puede complicar el panorama de algunas economías emergentes

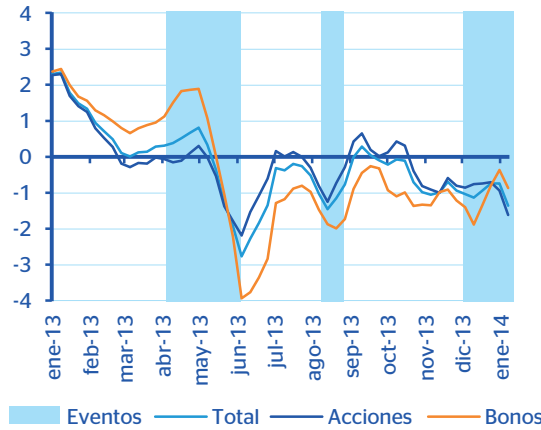
El cambio de orientación de la política monetaria de EE.UU. tiene, como es habitual, un impacto global. Las economías emergentes se están viendo sometidas a salidas de capital y depreciaciones en sus monedas, intensificadas, en algunos casos, por eventos propios que aumentan la incertidumbre sobre la gestión de sus respectivas políticas económicas domésticas. Aun así, hasta este momento, y desde una perspectiva agregada, para el conjunto de los emergentes, la intensidad de las salidas de flujos de capitales de no residentes no está siendo mayor que en anteriores eventos de cambio de expectativas sobre la llegada del *tapering* de la Fed (véase el Gráfico 2.5). Además, continúa produciéndose una diferenciación entre economías de acuerdo a sus fundamentales: mayores déficits externos y mayor peso de una financiación a corto plazo y en moneda extranjera están asociados con mayor vulnerabilidad a salidas de capital y depreciación del tipo de cambio (véase el Gráfico 2.6).

Las tensiones recientes no alteran las previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes en el escenario más probable, pero sí suponen un riesgo bajista reseñable. Este riesgo sería mayor en aquellas economías más integradas financieramente en la definición de carteras globales y que tengan vulnerabilidades como las señaladas más arriba. Este sería el caso, sobre todo, de Turquía, Brasil, Indonesia o India. El tensionamiento monetario que algunas de ellas están emprendiendo para frenar el deslizamiento del tipo de cambio y de las expectativas inflacionistas tendrá un impacto bajista en crecimiento. Con todo, la diversidad dentro del grupo de economías emergentes supone que se mantienen las perspectivas favorables en áreas de Sudamérica como el conjunto de las economías andinas, Asia emergente o México, que incluso mejora sus perspectivas de crecimiento en 2014 (hasta el 3,4%), arrastrado por el impulso cíclico de la economía de EE.UU. (véase el Gráfico 2.7).

¹: Unas expectativas de inflación a un plazo de entre uno y dos años no superior en 0,5 puntos porcentuales al objetivo de largo plazo del 2%.

Gráfico 2.5

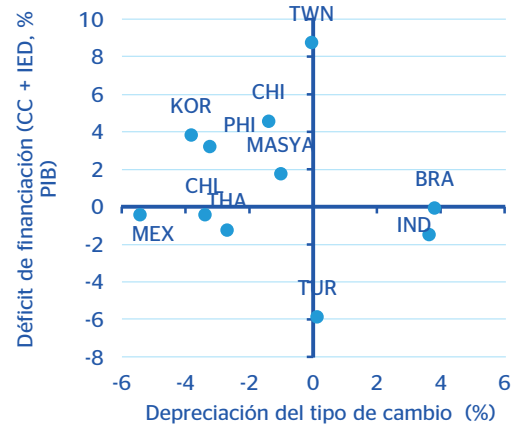
Mercados Emergentes: flujos hacia fondos en bonos y acciones (acumulado 4 semanas, fondos dedicados a mercados emergentes, flujos sobre total de activos)



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

Gráfico 2.6

Depreciación del tipo de cambio (%) y brecha de financiación externa (CC + Balance IED, % PIB)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

El crecimiento chino se mantiene en el entorno del 7,5%, pero las vulnerabilidades se hacen más evidentes

Durante el último trimestre la economía china se ha mostrado con claridad en su doble vertiente de soporte de la economía global y de potencial factor de riesgo. Por una parte, las dudas existentes a comienzos de año sobre la sostenibilidad del crecimiento chino y la posibilidad de un “aterrizaje brusco” se han disipado en el corto plazo. La economía se ha recuperado en la segunda mitad de 2013 (véase el Gráfico 2.7) y mantiene un buen tono, aunque algunos de los datos más recientes de confianza y expectativas de actividad manufacturera hayan vuelto a situarse por debajo de lo esperado.

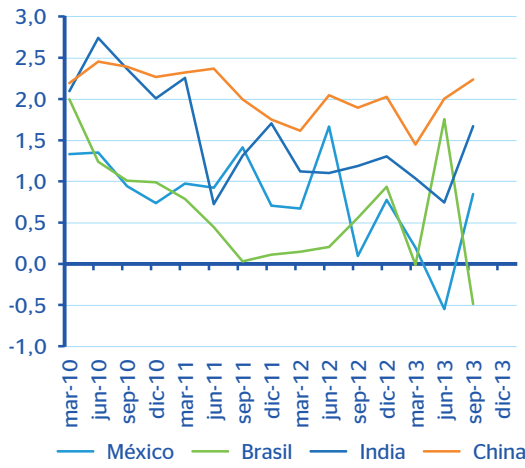
Además, se han anunciado cambios de fondo en la política económica. En el Tercer Plenario del Partido Comunista Chino, las autoridades han reafirmado su compromiso con el mantenimiento de altas tasas de crecimiento, al tiempo que han propuesto medidas que reforzarán el papel del mercado en la asignación de recursos y el reequilibrio hacia un mayor peso del consumo de las familias desde un modelo centrado en la inversión y en las exportaciones. **Estos anuncios han de ser valorados como pasos en la dirección adecuada, pero su efectividad dependerá de su implementación y no están exentos de riesgos.**

Por ejemplo, en lo que se refiere al sector financiero, las autoridades se siguen mostrando comprometidas con atajar las vulnerabilidades existentes, ligadas fundamentalmente al rápido crecimiento del crédito. Así, se están produciendo tensiones de liquidez en el mercado interbancario que afectan, sobre todo, a la denominada “banca en la sombra”². Con ello no se ha logrado moderar el ritmo de crecimiento del crédito (véase el Gráfico 2.8), pero su repetición puede tener efectos no deseados en la estabilidad del sistema.

Las previsiones de 2014 y 2015 para la economía china se mantienen, y se confía en el margen y la capacidad de actuación de las autoridades. Con todo, el riesgo de un ajuste brusco a la baja del crecimiento sería un evento especialmente dañino, dado el tamaño de la economía china y su importancia en el comercio global.

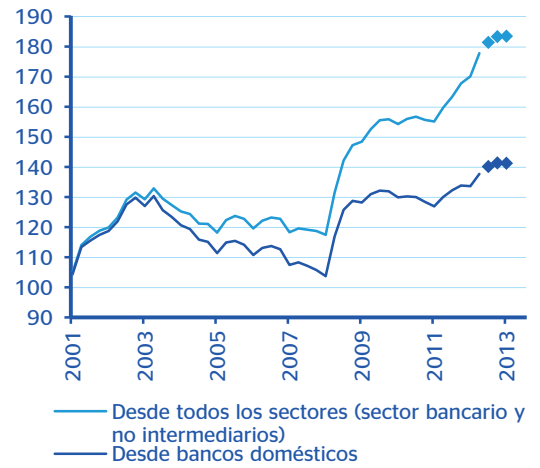
2: El Conjunto de instituciones y vehículos financieros que escapan de la regulación del sistema bancario cumpliendo sus mismas funciones de intermediar entre los agentes económicos con exceso/déficit de ahorro para acometer decisiones de consumo o inversión.

Gráfico 2.7
Crecimiento del PIB en economías emergentes
(% t/t, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.8
China: crédito al sector privado no financiero,
(% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BIS y Haver

La zona euro prosigue su lenta recuperación, con el apoyo del BCE y con la unión bancaria en el punto de mira

Tras un inicio de 2013 en recesión, la zona euro consiguió mantener una senda de expansión moderada a lo largo de la segunda parte del año, tal y como preveía BBVA Research. Así, si se confirman las previsiones, los datos del cuarto trimestre apuntan hacia un crecimiento interanual del 0,4% que, aunque leve, es el mayor desde finales de 2011. Detrás de este ligero aumento está la perspectiva de mejora de la demanda doméstica, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 ha sido, y seguirá siendo, el sector exportador.

Los factores que están apoyando la moderada recuperación de la actividad en el área del euro son: i) la recuperación de la demanda externa; ii) la sostenida mejora de las condiciones financieras, favorecida por la determinación y el compromiso del BCE con una política monetaria expansiva; y, por último y ligado con lo anterior, iii) los pasos dados hacia la unión bancaria, que han de reducir la fragmentación financiera que limita el papel de la política monetaria en el conjunto del área. En todo caso, no serían descartables periodos de inestabilidad conforme se acerquen eventos que puedan alterar el panorama de avances en la unión bancaria y, en general, de fortalecimiento de la unión monetaria en Europa. Entre estos eventos cabría destacar las elecciones al Parlamento Europeo o novedades sobre las condiciones y los resultados de los exámenes de los balances bancarios.

Con todo, se mantienen las previsiones para la zona euro en 2014 en el 1,1%, mientras que se espera un crecimiento del 1,9% en 2015.

3. Perspectivas de crecimiento de la economía española: una recuperación anhelada

En 2013 la economía española experimentó una mejora gradual a lo largo del año, en parte como consecuencia de las medidas implementadas tanto en Europa como en España durante la segunda mitad de 2012³. A pesar de que el panorama internacional no estuvo exento de riesgos⁴, a medida que transcurría el año se fue asentando un **tono más positivo en los mercados financieros**, marcado por la normalización de la entrada de flujos de capital, la revalorización de las cotizaciones bursátiles y la disminución de las primas de riesgo. Al hilo de estos avances, en el segundo semestre del año se asistió a una recuperación escalonada de la actividad y del empleo, alentada también por una **política fiscal menos contractiva de la esperada y una modesta reactivación de la economía europea**, en un contexto de tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos. Pese a todo, **el grado de fragmentación del sector financiero europeo permaneció elevado**, lo que continuó pesando sobre el coste de la financiación de empresas y familias en países como España.

Todo lo anterior llevó a que la economía española ligara dos trimestres consecutivos de **variaciones positivas en la actividad** durante la segunda mitad del año y cerrara el cuarto trimestre de 2013 con un crecimiento del PIB en torno al 0,3% t/t. En todo caso, este cambio de tendencia fue **insuficiente para evitar una caída del -1,2% en el conjunto del ejercicio**. La contracción de la actividad en el conjunto del año se debió enteramente al retroceso de la demanda nacional, a pesar de haber vuelto al terreno expansivo en el segundo semestre del año. Por el contrario, la demanda externa neta habría amortiguado nuevamente el deterioro, a pesar de la corrección transitoria a la baja observada en la parte final del año.

Hacia delante, la mejora de los fundamentos de la economía española justifica la consolidación de la recuperación a lo largo del próximo bienio. **La actividad crecerá en torno al 0,9% en 2014 y se acelerará hasta el 1,9% en 2015**, ritmos de crecimiento que serán suficientes para crear empleo de manera sostenida por primera vez desde el inicio de la crisis, pero que no permitirán reducir la tasa de paro de forma significativa. En el panorama económico internacional, se espera un mayor crecimiento de la economía global que el observado en 2013, lo que en el caso de la zona del euro supondrá aumentos del PIB del 1,1% en 2014 y del 1,9% en 2015, tras dos años en recesión. Este factor, junto con la diversificación geográfica y la depreciación del tipo de cambio efectivo real -apoyada en la devaluación interna y la política monetaria acomodaticia en Europa- reafirmarán la **evolución diferencialmente positiva de las exportaciones españolas**. A nivel doméstico, se anticipa un tono de la política fiscal menos contractivo que el observado en 2013 y, sobre todo, que en 2012. Asimismo, la restauración de la confianza, la recuperación del empleo, la reducción del coste de financiación, el efecto arrastre de las exportaciones y, por último, el avanzado estado en el que se encuentran algunos procesos de ajuste internos, apoyarán la **recuperación de la demanda interna**.

Si bien el escenario presentado en este informe no difiere del adelantado hace tres meses, los datos indican que la economía española está experimentando una recuperación de la demanda doméstica y del empleo algo más robusta que la esperada en noviembre. En consecuencia y, **por primera vez desde el comienzo de la crisis, se detectan riesgos al alza sobre el crecimiento**.

3: Destacan el programa Transacciones Monetarias Directas (OMT por sus siglas en inglés) del BCE; el acuerdo de ayuda financiera rubricado por Europa y España para reforzar la solvencia del sistema financiero español, el paquete de medidas fiscales anunciado por el Gobierno español para realinear la senda de ajuste de las cuentas públicas con los objetivos acordados con la Unión Europea y, finalmente, las acciones más recientes del BCE para avalar la estabilidad financiera y apuntalar la recuperación económica.

4: Donde cabe mencionar la inestabilidad política en algunos países europeos en la mayor parte del año, la desaceleración de la actividad en ciertas economías emergentes en la parte central del ejercicio y, en el tramo final, la incertidumbre fiscal y monetaria en EE.UU. o el cambio de flujos de inversión que se observó a partir del incremento de los tipos de interés en las economías desarrolladas.

Por otro lado, **aunque se mantienen algunos frentes abiertos** cuya resolución será necesaria para consolidar la recuperación, tanto la probabilidad de ocurrencia como el impacto de estos **riesgos a la baja en la economía española han disminuido**. La relajación de las tensiones financieras y la reversión de la fragmentación del sistema financiero europeo están supeditadas al cumplimiento de los compromisos contraídos, tanto a nivel doméstico como en el conjunto de Europa. **En Europa es indispensable que se avance de forma decidida hacia la unión bancaria**, y se realice una revisión de la calidad de los activos del sector financiero que elimine por completo las dudas que queden sobre la viabilidad de algunas entidades. **En España, es de vital importancia dar continuidad a los planes de reformas estructurales y al ajuste de las cuentas públicas.**

Asimismo, también persisten riesgos provenientes de fuera de la zona del euro que podrían retrasar la recuperación económica. Por el lado de las economías emergentes, sigue habiendo dudas sobre la desaceleración de su crecimiento. En el caso de las economías desarrolladas (no europeas), la principal incertidumbre sigue recayendo sobre el futuro de la política fiscal en EE.UU., a pesar de que los acuerdos alcanzados al cierre de 2013 son bienvenidos.

2013: año de transición

Tras un 2012 marcado por la desconfianza, el recrudescimiento de las tensiones financieras y la aceleración de los procesos de consolidación fiscal y reformas estructurales, las expectativas auguraban que 2013 sería el año de la transición de la economía española hacia un nuevo ciclo expansivo. **Confirmando los pronósticos, la actividad económica ha ido de menos a más a lo largo del año. En el tercer trimestre, la recesión técnica finalizó y, durante el cuarto, el crecimiento ganó tracción.** Así, y a falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) indicó que **la economía española creció el 0,3% t/t en el 4T13, cifra en línea con lo esperado a principios del trimestre (BBVA Research: en torno al 0,3%),** aunque insuficiente para evitar una caída del PIB del -1,2% para el conjunto del año⁵.

En lo que respecta a la composición del crecimiento, los indicadores parciales de coyuntura señalan que, **tras volver a terreno positivo en el 3T13, la demanda doméstica habría contribuido positivamente al crecimiento en el 4T13 (+0,1 pp t/t).** Igualmente, la actividad habría encontrado nuevamente su soporte en **la demanda externa neta** que, a pesar del estancamiento de las ventas al exterior, **habría aportado 0,2 pp al crecimiento trimestral habida cuenta de la retracción de las importaciones** (véase el Gráfico 3.1). Con este cierre del año, la demanda interna habría drenado 2,8 pp al crecimiento anual, mientras que la demanda externa neta le habría aportado 1,6 pp, ambas cifras por debajo de lo observado en 2012 (-4,1 pp y +2,5 pp, respectivamente).

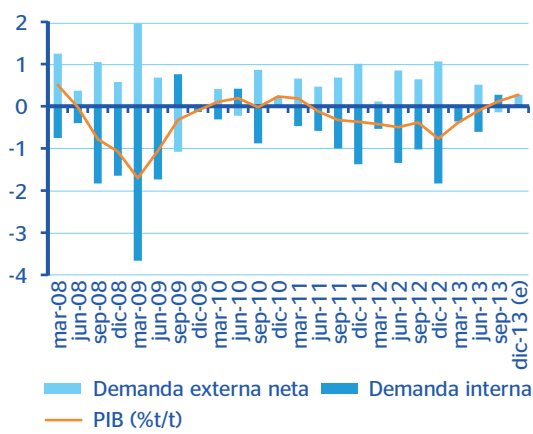
De cara al primer trimestre de 2014, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere una continuidad del tono expansivo de la actividad (MICA-BBVA: entre el 0,3% t/t y el 0,5% t/t) (véase el Gráfico 3.2)⁶.

5: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 4T13 se publicará el próximo 27 de febrero, siendo posible la revisión de la estimación avance.

6: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012.

Gráfico 3.1

España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB

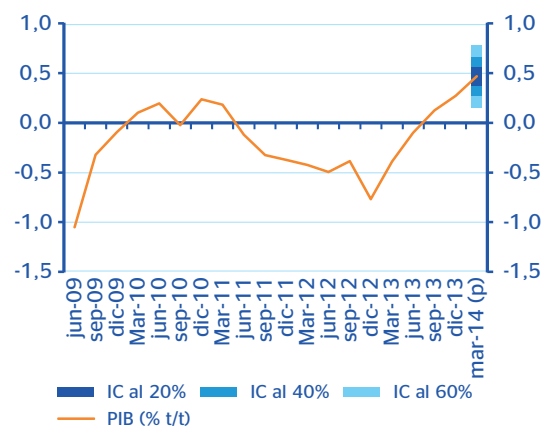


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2

España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA



(p): previsión.

Previsión actual: 7 de febrero de 2014.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La demanda doméstica privada cerró el año al alza

Los indicadores de consumo, principalmente de bienes duraderos⁷, sugieren que **el gasto de los hogares volvió a crecer durante el cuarto trimestre del 2013**. El progreso de la renta disponible de las familias, la mejora de su percepción sobre la situación económica⁸, el aumento de su riqueza financiera neta⁹ y la vigencia del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE)¹⁰ habrían compensado el deterioro de su riqueza inmobiliaria, lo que habría estimulado el consumo privado entre octubre y diciembre (véase el Gráfico 3.3). Así, tanto el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) señalan que **el gasto de los hogares habría crecido en torno a cuatro décimas en el 4T13 (+0,1% a/a), en línea con lo registrado en el trimestre precedente** (véase el Gráfico 3.4). De este modo, el consumo privado habría menguado alrededor del 2,4% en 2013 tras haberse reducido el 2,8% en 2012.

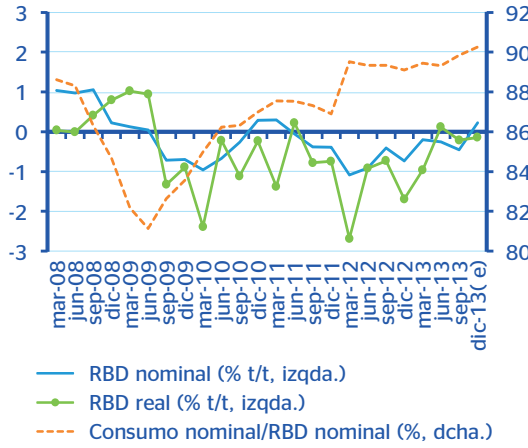
7: Véase la sección 3 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre del 2013 para un análisis detallado de la evolución del gasto en consumo por tipo de bien o servicio. http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1312_Situacionconsumo_tcm346-416135.pdf?ts=2012014.

8: La percepción de los hogares sobre su situación económica futura ha mejorado de forma ininterrumpida desde oct-12, lo que ha tenido efectos significativos sobre su propensión a consumir. Véase el Recuadro 4 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre del 2009 para un análisis detallado de cómo la evolución de las expectativas de los hogares condicionan su gasto en consumo. http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/0912_situacionconsumoespana_tcm346-207180.pdf?ts=2012014.

9: Se estima que el crecimiento de la riqueza financiera neta real registrado en el 3T13 (8,4% t/t) contribuyó en 0,5 pp al crecimiento del consumo en 4T13, y lo hará en 1,6 puntos durante los próximos cuatro trimestres.

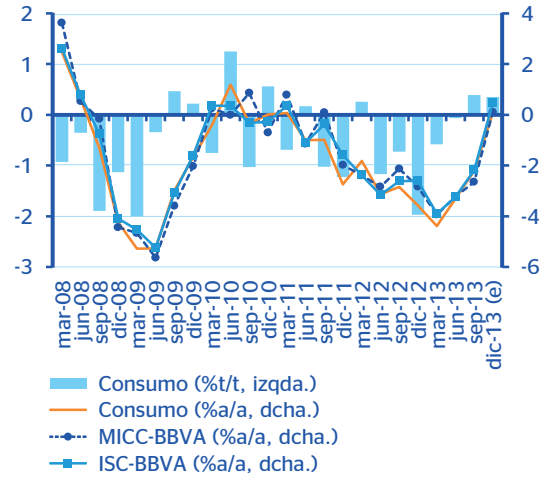
10: El PIVE tiene como objetivo la sustitución de turismos y vehículos comerciales ligeros con más de 10 años y 7 años de antigüedad, respectivamente, por modelos energéticamente más eficientes. El 29 de enero entró en vigor el PIVE-5. Comparte características y requisitos con el PIVE-4, pero multiplica por 2,5 su dotación presupuestaria hasta los 175 millones de euros.

Gráfico 3.3
España: RBD de los hogares y propensión a consumir (Datos CVEC)



(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.4
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



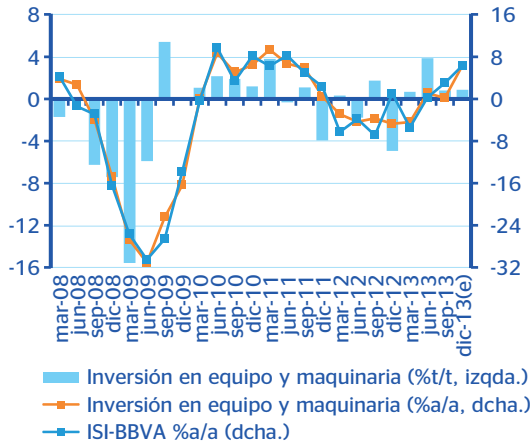
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Respecto al gasto en formación bruta de capital fijo, la recuperación gradual de la demanda interna y el buen nivel que mantienen las exportaciones han justificado la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión productiva privada. Así, la mayor parte de **los indicadores parciales de inversión en maquinaria y equipo** –principalmente, las importaciones de bienes de capital, el IPI de bienes de equipo y la venta de vehículos industriales- **evolucionaron positivamente en el 4T13, y adelantan un nuevo crecimiento de esta partida de la demanda que,** según nuestro indicador sintético de inversión (ISI-BBVA), **podría haber sido del 0,9% t/t (6,3% a/a)** (véase el Gráfico 3.5). Con esto, la inversión en maquinaria y equipo habría concluido 2013 encadenando cuatro trimestres consecutivos al alza, lo que supone un crecimiento promedio anual del 0,7% tras el deterioro sufrido en 2012 (-3,9%).

La última parte del año 2013 no arrojó cambios en la tendencia de los indicadores relacionados con la inversión en vivienda. Tal y como muestra la evolución de los datos de visados de construcción de viviendas, la actividad constructora continúa reduciéndose, aunque a tasas inferiores a las de los últimos años. A su vez, el indicador de clima de la construcción sigue recogiendo el pesimismo de los empresarios del sector. Por su parte, salvo sorpresas en el mes de diciembre, durante el último trimestre del año las ventas se habrían mostrado más débiles que en el trimestre anterior. En consecuencia, el indicador sintético de inversión en construcción de vivienda (ISCV-BBVA) señala un **deterioro de esta partida de la demanda próximo al 1,1% t/t (-7,4% a/a) en el 4T13** (véase el Gráfico 3.6). Así, la inversión en vivienda habría despedido 2013 con un descenso del 8,4%, lo que supone seis años consecutivos de retroceso que situarían su peso en la economía en mínimos históricos (4,4% del PIB, 8 pp menos que en 2006).

Gráfico 3.5

España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria

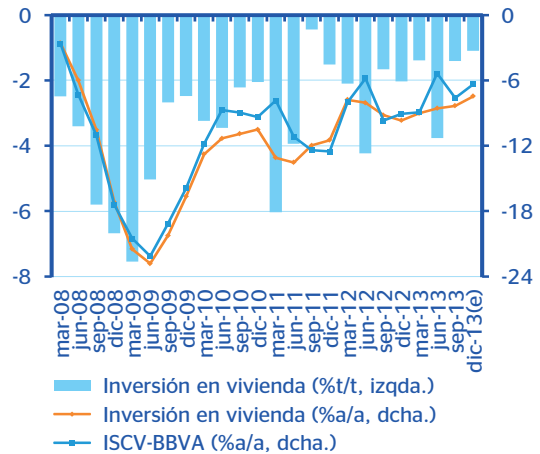


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.6

España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en vivienda



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

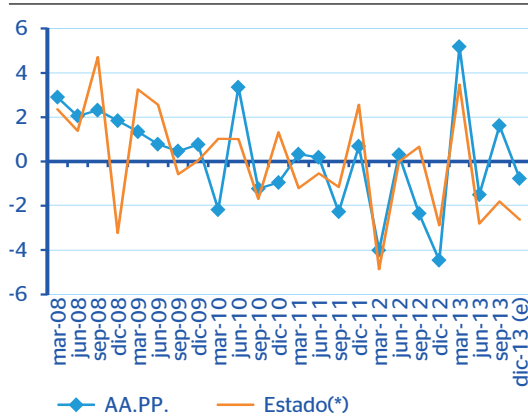
El ajuste de la demanda pública fue menor que el observado en 2012

Tras el repunte del consumo y la inversión públicos registrado en el 3T13, la información disponible apunta a que ambas partidas de la demanda podrían haber vuelto a caer a lo largo del último trimestre del año. Así, con los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado a noviembre de 2013, se observa que el gasto en consumo final de la administración central intensificó su descenso y se habría situado, en acumulado a doce meses, en torno al 2,4% del PIB (véase el Gráfico 3.7). Igualmente, según la Encuesta de Población Activa (EPA), los asalariados en el sector público disminuyeron a lo largo de todo 2013, si bien de forma algo más moderada durante el 4T13 (véase el Gráfico 3.8). Con estos datos, **se estima que el consumo público habría cerrado el trimestre con una caída en torno al 0,7% t/t (0,2% a/a)**, lo que supondría una contracción del 1,2% en el conjunto del año respecto al anterior ejercicio contable.

Por su parte, los datos de ejecución muestran que **gran parte del esfuerzo de consolidación fiscal se sigue concentrando en el recorte de la inversión**, aunque en menor medida que en trimestres anteriores. Todo ello, apunta a una **caída de la construcción no residencial durante el 4T13 semejante a la experimentada durante el 3T13 (-0,3% t/t; -11,6% a/a)**. Como consecuencia de lo anterior, el año habría concluido con una reducción de esta partida de la demanda en torno al 12,0% respecto a 2012.

Gráfico 3.7

España: consumo público nominal
(% t/t, datos CVEC)



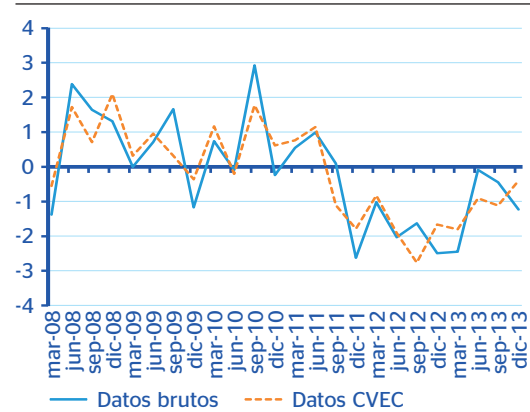
(e): estimación.

(*): no incluye consumo de capital fijo.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 3.8

España: asalariados del sector público (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA)

El estancamiento de las exportaciones marcó el comportamiento del sector exterior en el tramo final del año

Los indicadores disponibles de comercio exterior confirman la desaceleración transitoria de la demanda de exportaciones proveniente de países no pertenecientes a la Unión Europea (véase el Gráfico 3.9). Dada la creciente diversificación geográfica de las exportaciones españolas, **la desaceleración de la demanda extracomunitaria se habría trasladado con mayor intensidad a la demanda total, dando paso a una disminución de las exportaciones de bienes del -0,8% t/t en el 4T13 (4,3% a/a)**. Con este comportamiento, las exportaciones de bienes habrían encadenado dos trimestres a la baja que, en todo caso, no habrían impedido cerrar el año con una expansión elevada (7,3%).

A pesar de lo anterior, **el repunte de las exportaciones de servicios en el último trimestre del año (1,7% t/t; 3,7 a/a) habría permitido amortiguar la corrección a la baja de los flujos comerciales**. Tras los datos excepcionales de los trimestres centrales del año, **el turismo de no residentes volvió a acelerarse en el cuarto trimestre, lo que podría dar lugar a un aumento del 1,4% t/t del consumo de los no residentes (9,1% a/a)**. La incertidumbre en la que se encuentran los principales mercados competidores impidió que se corrigiesen los efectos de la primavera árabe sobre el turismo, y la recuperación de la economía en los principales mercados de origen facilitó el aumento de los visitantes en España. La aceleración del cuarto trimestre permitió cerrar el año turístico con cifras récord (véase el Gráfico 3.10). Así, las entradas de turistas en frontera alcanzaron los 60,6 millones de personas en 2013 (5,2% respecto a 2012) frente a los 58 millones alcanzados en el anterior pico (2008). Por su parte, el gasto real de los visitantes extranjeros se incrementó el 3,6%, acumulando ya cinco años de aumento. El consumo de los no residentes, por tanto, podría haber experimentado un crecimiento del 3,7% en el conjunto del año.

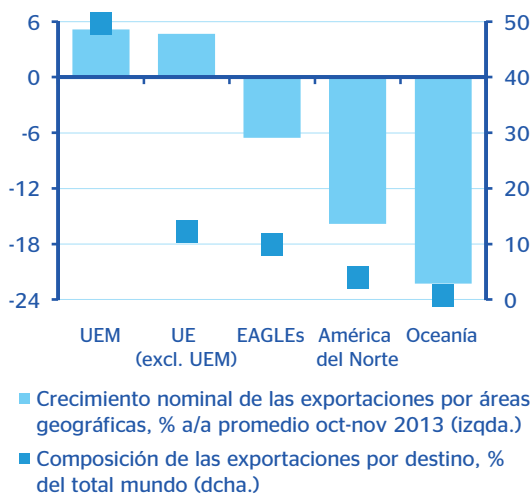
Igualmente, se estima un comportamiento positivo de las exportaciones de servicios no turísticos en el último trimestre del 2013 (1,8% t/t; -0,8 a/a) que, sin embargo, no compensaría la pronunciada caída observada en el primer semestre, por lo que el ejercicio económico se habría cerrado con un descenso del -1,4%. En conjunto, las exportaciones totales se habrían estancado en el 4T13 (0,0% t/t; 4,0% a/a), si bien el crecimiento para el conjunto de 2013 habría sido robusto (5,2%).

En línea con el comportamiento de las exportaciones, los indicadores adelantados disponibles al cierre de esta revista sugieren que **el crecimiento de las importaciones se desaceleró**

gradualmente en la segunda mitad del año hasta cerrar el 4T13 en negativo (-0,7% t/t; +2,6% a/a). En promedio, 2013 supuso la vuelta de las importaciones a la senda de crecimiento, si bien todavía modesto (0,3%), asistidas por el tirón exportador y una evolución de la demanda interna menos desfavorable que en ejercicios previos.

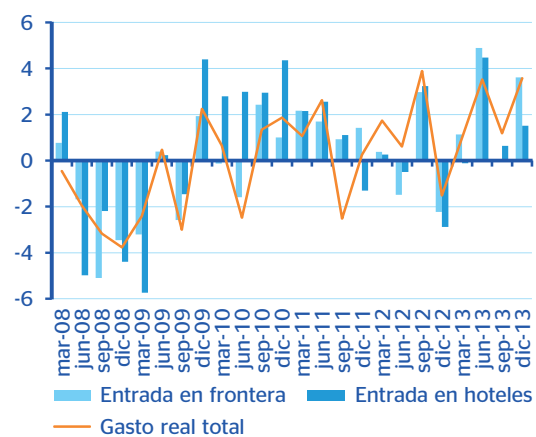
En síntesis, los elementos mencionados anteriormente sugieren una **aportación positiva de la demanda externa neta al crecimiento, tanto en el 4T13 (0,2 pp t/t) como en el conjunto del año (1,6 pp)**. La evolución de los agregados del sector exterior propició la **consecución de un superávit en la balanza por cuenta corriente española por primera vez en 26 años (0,9% del PIB en 2013)**. Este proceso de reversión del déficit por cuenta corriente iniciado en 2008 se apoyó, en una primera fase, en la disminución gradual del déficit estructural y la generación de superávits cíclicos y, en una segunda fase, en la disminución pronunciada del componente estructural del déficit, lo que ha hecho posible cerrar 2013 en saldo positivo¹¹.

Gráfico 3.9
España: crecimiento y composición de las exportaciones de bienes por áreas geográficas



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.10
España: indicadores de exportación de servicios turísticos (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE, Frontur y EGATUR

Mercado de trabajo: cambio de ciclo

Los registros laborales del cuarto trimestre evidencian un cambio de tendencia. Así, la afiliación media a la Seguridad Social creció el 0,6% t/t CVEC en el 4T13 (0,4% t/t CVEC descontada la pérdida de cuidadores no profesionales¹²), frente al retroceso de tres décimas estimado en el tercer trimestre. Esto supone **el primer aumento no estacional de la afiliación desde el 1T08** (véase el Gráfico 3.11). Por su parte, la reducción del desempleo registrado se intensificó hasta el -1,7% t/t CVEC en el 4T13 desde el -0,6% del trimestre anterior, mientras que la contratación volvió a crecer entre octubre y diciembre (4,6% t/t CVEC), tanto la indefinida (1,1% t/t) como, sobre todo, la temporal (4,9% t/t)¹³.

En líneas generales, **la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 4T13 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro**. La caída de la población activa

11: Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de la balanza por cuenta corriente en España, véase el Observatorio Económico titulado "Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España" disponible en: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/131028_Observatorio_Cuenta_Corriente_Espa_a_Esp_tcm346-407130.pdf?ts=2112014.

12: El Real Decreto-Ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad modificó los convenios especiales existentes en el Sistema de la Seguridad Social de los cuidadores no profesionales de las personas en situación de dependencia. En concreto, los suscriptores del convenio -que pasa a tener carácter voluntario- estarán obligados a abonar la cotización a la Seguridad Social desde el 31 de agosto (el 85% hasta el 31 de diciembre y el 100% en adelante). Este hecho ha provocado una pérdida de más de 150.000 afiliados desde el mes de noviembre del pasado año.

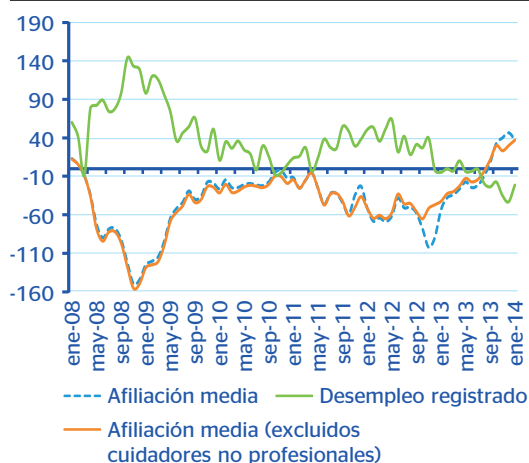
13: Los registros de enero de 2014 indican que el año se inició como finalizó el 2013. Descontada la estacionalidad, la afiliación media a la Seguridad Social aumentó por quinto mes consecutivo (0,2% m/m CVEC) y el desempleo registrado consolidó su tendencia descendente (-0,5% m/m). Véase: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/140204_Flash_Espana-Paro_ene14_tcm346-421119.pdf?ts=422014.

(-73.500 de personas, -29.100 CVEC) compensó la reducción estacional del empleo (-65.000 personas, +35.380 CVEC), por lo que la tasa de paro apenas varió respecto al trimestre precedente (26,0%, 26,1% CVEC). El retroceso de la ocupación en el 4T13 se debió a la disminución del número de trabajadores por cuenta propia (-54,7 miles de personas) y de los asalariados del sector público (-34,8 miles). Por el contrario, y a pesar de la estacionalidad desfavorable del periodo, el número de asalariados del sector privado aumentó en 24.500 personas. Tras los incrementos registrados en el segundo y tercer trimestres, la tasa de temporalidad se redujo cuatro décimas en el 4T13 hasta el 23,9%, tanto porque el número de asalariados con contrato temporal cayó (-56,0 miles de personas) como porque el de indefinidos creció (45,6 miles) (véase el Gráfico 3.12).

El dato del 4T13 cerró un año en el que el mercado de trabajo despertó de su letargo. Con todo, la economía española destruyó, en promedio, 532.000 empleos netos en el 2013 (290.700 menos que en el 2012), el 65,3% en el sector privado –principalmente, en servicios– y el 70,5% de naturaleza indefinida. Estos resultados causaron un nuevo repunte de la tasa de desempleo (de 1,3 pp hasta el 26,4%) a pesar de la reducción de la población activa en 305.700 personas.

Gráfico 3.11

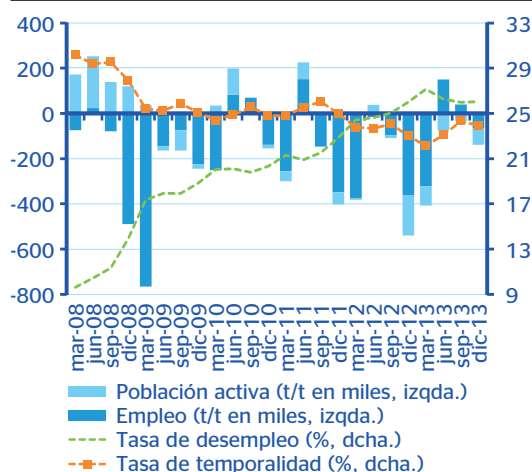
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (Var. mensual en miles de personas, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.12

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La contención de precios y costes, deseable en un contexto de recuperación todavía débil

Los datos del cierre de 2013 confirmaron que el repunte de los precios del consumo observado en la parte inicial del ejercicio económico no respondía a presiones inflacionistas en el mercado interno, sino a factores exógenos a la demanda, tales como el aumento del IVA y el de algunos precios regulados en el otoño de 2012. Una vez disipados estos factores, **tanto la inflación general como la subyacente se desaceleraron rápidamente en el segundo semestre del año, hasta alcanzar respectivamente el 0,3% a/a y el 0,2% a/a en diciembre** (1,4% a/a en promedio para el conjunto de 2013 en ambos casos)¹⁴.

Dicha evolución, propia de una economía inmersa en una recuperación todavía débil donde se han acometido reformas estructurales¹⁵ encaminadas a recuperar la competitividad, **se ha saldado con un diferencial de inflación favorable respecto a la zona euro**. Así, los registros

14: El indicador adelantado del IPC señala que la inflación general se situó en el 0,2% a/a. Así, se confirma que el crecimiento de los precios se asienta en tasas bajas, pero positivas: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/140131_Flash_Espana-IPCA_ene14_tcm346-420684.pdf?ts=3112014.

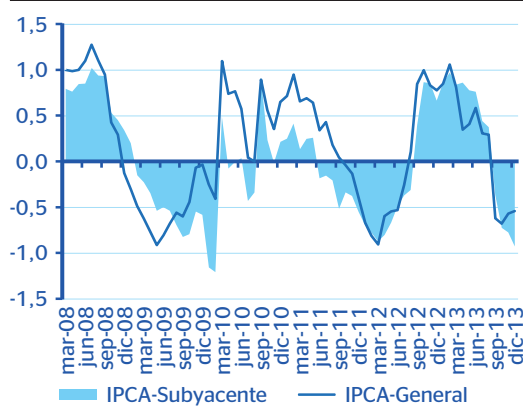
15: Entre las que destacan la reforma del mercado laboral, la liberalización de los horarios comerciales y de los periodos de rebajas en 2012, la desindexación de la economía y la reforma del sistema de pensiones en 2013.

del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) señalan que, **en términos de la inflación general, este diferencial se habría situado en -0,5 pp en diciembre, y en torno a -0,9 pp en términos del componente subyacente**, frente a una media histórica desfavorable de +0,8 pp en ambos casos (véase el Gráfico 3.13).

El mantenimiento de la inflación en cifras reducidas facilitó la contención de las demandas salariales durante el cuarto trimestre. Al respecto, el crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo aumentó en torno al 0,6% a/a entre octubre y diciembre (0,4% en el caso de los convenios firmados a lo largo del cuarto trimestre), en línea con la cifra establecida como límite máximo en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva para el conjunto del 2013 (véase el Gráfico 3.14).

Gráfico 3.13

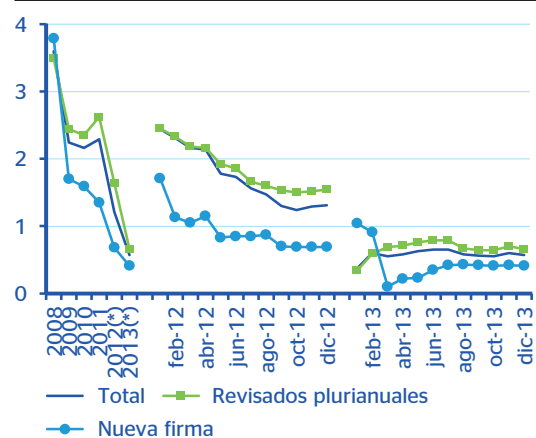
España-UEM: diferencial de inflación (pp de la tasa interanual)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Gráfico 3.14

España: crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo (% a/a)



Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(*) Datos provisionales. La cifra de 2013 no es homogénea con la de los años precedentes. Véase: http://www.empleo.gob.es/estadisticas/cct/CCT13DicAv/ANE/Resumen_CCT_diciembre_13.htm.

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

El crédito vuelve a fluir hacia la economía

A la hora de evaluar la evolución del crédito al sector privado es necesario diferenciar entre el saldo vivo (*stock*) y las nuevas operaciones (flujo). El primero es relevante porque permite conocer el nivel de endeudamiento de los agentes por sectores económicos, realizar comparaciones internacionales y evaluar vulnerabilidades. Sin embargo, los flujos son los estrictamente relacionados con la actividad económica¹⁶. **En los últimos meses, la evolución de las nuevas operaciones de crédito muestra profundas diferencias con la del *stock* acumulado de crédito:** mientras los flujos muestran tasas positivas, el *stock* continúa cayendo en el marco del necesario desapalancamiento del sector privado español¹⁷ (véanse los Gráficos 3.15 y 3.16).

El flujo de las nuevas operaciones de crédito concedidas en los últimos meses en España muestra una mejora sustancial, concentrada en la cartera de empresas, mientras la de familias todavía está en proceso de ajuste (salvo consumo) (véase el Cuadro 3.1). Respecto a la primera,

16: Para una discusión sobre la relación teórica y empírica entre flujos de crédito y actividad económica, véase el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2012.

17: Las estadísticas de los flujos de crédito incluyen tanto las operaciones de nuevo negocio generado en el periodo como aquellas ya existentes que han sufrido alguna alteración en las condiciones de sus contratos (plazo, garantías, tipo de interés, importes...), incluyendo las refinanciaciones. Por tanto, las estadísticas de nuevas operaciones no son una señal perfecta de nuevo negocio al desconocerse la proporción de refinanciaciones. Con todo, el análisis estadístico señala la presencia de una fuerte variación estacional de calendario y un alto componente de erraticidad que lleva a que las variaciones interanuales tengan una volatilidad media superior al 8% (véase el Gráfico 3.15). En general, las refinanciaciones son decisiones que pueden aumentar la probabilidad de pago de los deudores. Sin embargo, éstas son inapropiadas cuando las entidades financieras tratan de enmascarar o retrasar en el tiempo el reconocimiento de un problema de solvencia. Por ello, en la primavera de 2013, el Banco de España publicó una carta en la que se recomendaba revisar las carteras refinanciadas con el fin de reclasificarlas por niveles de riesgo de forma más estricta. Esta recomendación presumiblemente dio lugar a unas estadísticas de flujos más limpias de las observadas hasta ese momento al verse penalizado el proceso de refinanciación.

las nuevas operaciones de empresas han mejorado significativamente desde septiembre de 2013, incluso por encima de las expectativas. En particular, la cartera de empresas que solicitan préstamos superiores a 1 millón de euros registró en los dos últimos meses del año variaciones interanuales sustancialmente superiores a las de los meses previos, y cerró el 2013 con un crecimiento del 6,1% interanual. Las nuevas operaciones de los créditos inferiores a 1 millón de euros, generalmente asociados a las PYMES, aumentaron en diciembre el 9,6% interanual, mejorando también los registros de meses precedentes. Con el mes diciembre se encadenan cuatro meses de mejora, lo que confirma el punto de inflexión detectado en el comportamiento tendencial de estas carteras en los meses iniciales del verano de 2013 y afianza lo que parece una evolución positiva del crecimiento para, al menos, el primer trimestre de 2014.

Las nuevas operaciones de familias terminan 2013 con un comportamiento heterogéneo: caídas importantes en vivienda y resto, y aumentos en consumo. Las nuevas operaciones de familias registraron una variación interanual de -35,6% en diciembre, pero con un comportamiento heterogéneo por carteras.

Las nuevas operaciones de vivienda siguen en territorio negativo, aunque no tanto como indica diciembre (-57,8%), que está contaminado por el efecto salida tras el impulso registrado en dic-12 por el fin de las deducciones fiscales. Así, el año 2013 registró una variación media anual del -31,9% respecto a 2012. En adelante, la debilidad de la demanda por parte de las familias seguirá presionando estas operaciones a la baja.

Las nuevas operaciones de consumo, con una evolución positiva desde comienzos de año, finalizaron diciembre con un aumento del 32,4%. No obstante, su crecimiento tendencial parece mostrar signos de desaceleración, al presentar crecimientos inferiores a los estimados para los meses previos.

Las nuevas operaciones del resto de crédito a familias siguen sin mejorar sus expectativas y en territorio negativo, todavía situadas en variaciones tendenciales del -18% a/a, a pesar de acabar el año con una variación superior en casi diez puntos a la del mes previo, -9,6%.

A futuro, el total de nuevas operaciones mostrará un comportamiento positivo impulsado por la evolución tendencial de la cartera de empresas, lo que contribuirá a consolidar la recuperación.

Cuadro 3.1

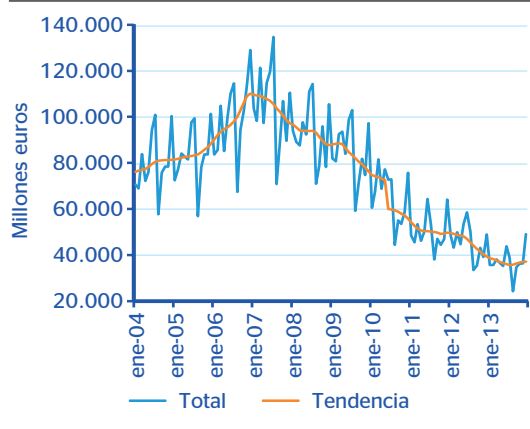
Nuevas operaciones de crédito. Empresas y hogares

	Total Importes	Empresas			Hogares			
		Total	Hasta 1 millón	Más de 1 millón	Total	Vivienda	Consumo	Resto
Millones €								
jul-13	38.838	33.851	12.442	21.409	4.987	2.117	1.316	1.554
ago-13	24.238	21.049	8.577	12.472	3.189	1.301	1.043	845
sep-13	34.700	31.288	10.517	20.771	3.412	1.418	1.047	947
oct-13	36.164	31.837	12.273	19.564	4.327	1.907	1.246	1.174
nov-13	36.268	31.869	11.584	20.285	4.399	1.962	1.171	1.266
dic-13	48.992	43.853	12.775	31.078	5.139	2.233	1.511	1.395
Variación interanual (%)								
jul-13	-22,5	-23,9	-6,9	-31,2	-11,6	-27,0	9,9	0,7
ago-13	-27,5	-29,1	-6,4	-39,2	-15,2	-24,3	6,6	-20,6
sep-13	-1,8	-1,0	-1,4	-0,8	-8,7	-18,5	16,1	-13,6
oct-13	-15,9	-16,4	0,1	-24,2	-12,6	-20,4	19,2	-22,1
nov-13	-7,2	-5,0	4,8	-9,8	-20,9	-32,6	8,2	-19,4
dic-13	0,2	7,1	9,6	6,1	-35,6	-57,8	32,4	-9,6

Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.15

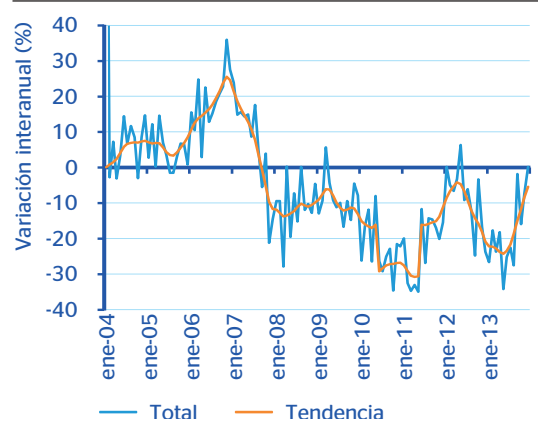
España: nuevas operaciones de crédito. Flujo mensual



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.16

España: nuevas operaciones de crédito (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2014-2015: reactivación de la economía

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, **la mejora de los fundamentos de la economía española** permitió su retorno a la fase expansiva del ciclo en 2013 y adelanta su continuidad durante el próximo bienio. **En 2014 la actividad crecerá el 0,9% y en 2015 acelerará su ritmo de expansión hasta el 1,9%**, suficiente para que el empleo crezca pero no para reducir significativamente la tasa de paro (véase el cuadro 3.2). Dada la mejora prevista del entorno internacional y la prolongación de las ganancias de competitividad, **se espera un crecimiento robusto de las exportaciones**. Por su parte, el menor tono contractivo de la política fiscal y la mejora generalizada de sus determinantes apoyarán la recuperación de la demanda doméstica, alentada también por el grado de avance de algunos de los procesos de ajuste internos. **La heterogeneidad en las previsiones de crecimiento regional se mantendrá** dadas las diferencias en cuanto a la exposición de cada comunidad autónoma a la demanda externa, el ritmo de corrección de los desequilibrios estructurales y el ajuste de las finanzas públicas (véase la Sección 5).

Aunque por primera vez desde el comienzo de la crisis se detectan riesgos al alza sobre el crecimiento, la recuperación sigue estando condicionada a varios factores. En primer lugar, **al proceso de reformas estructurales y al ajuste fiscal** tanto en Europa como en España. En segundo lugar, **al ritmo de expansión de las economías emergentes**, que paulatinamente han aumentado su importancia en los mercados de exportación de la economía española. Finalmente, **a que termine de disiparse la incertidumbre sobre el curso de la política fiscal en los EE.UU. en el largo plazo**.

Cuadro 3.2

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T13	2T13	3T13	4T13 (e)	2012	2013 (e)	2014 (p)	2015 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	-3,7	-3,2	-1,5	0,0	-3,3	-2,1	0,4	1,3
G.C.F Privado	-4,3	-3,3	-2,2	0,1	-2,8	-2,4	0,9	1,3
G.C.F Hogares	-4,4	-3,3	-2,2	0,1	-2,8	-2,5	0,9	1,3
G.C.F AA.PP	-2,0	-2,8	0,3	-0,2	-4,8	-1,2	-1,1	1,3
Formación Bruta de Capital	-7,2	-6,2	-6,3	-3,4	-6,9	-5,8	0,1	5,0
Formación Bruta de Capital Fijo	-7,5	-6,3	-6,3	-3,3	-7,0	-5,9	0,2	5,2
Activos Fijos Materiales	-8,2	-6,6	-6,6	-4,2	-7,8	-6,4	-0,2	5,0
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-4,3	1,0	0,2	6,5	-3,9	0,8	6,0	7,8
Equipo y Maquinaria	-4,4	1,1	0,2	6,3	-3,9	0,7	5,8	7,8
Construcción	-10,2	-10,7	-10,3	-9,7	-9,7	-10,2	-3,8	3,1
Vivienda	-9,0	-8,6	-8,3	-7,4	-8,7	-8,4	-3,4	5,0
Otros edificios y Otras Construcciones	-11,1	-12,4	-12,0	-11,6	-10,6	-11,8	-4,2	1,5
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-4,4	-3,7	-2,5	-0,6	-4,1	-2,8	0,4	2,0
Exportaciones	3,1	9,1	4,7	4,0	2,1	5,2	6,5	6,7
Importaciones	-4,7	2,5	0,7	2,6	-5,7	0,3	5,2	7,4
Saldo exterior (*)	2,4	2,1	1,4	0,5	2,5	1,6	0,6	-0,1
PIB real pm	-2,0	-1,6	-1,1	-0,1	-1,6	-1,2	0,9	1,9
PIB nominal pm	-0,8	-0,9	-0,7	0,6	-1,7	-0,5	1,5	3,0
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	-1,6	-1,3	-0,7	0,3	-1,2	-0,8	1,2	1,8
PIB sin construcción	-0,9	-0,5	0,0	1,1	-0,4	-0,1	1,5	1,8
Empleo total (EPA)	-4,6	-3,6	-2,9	-1,2	-4,5	-3,1	0,4	1,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	27,2	26,3	26,0	26,0	25,0	26,4	25,6	24,8
Empleo total (e.t.c.)	-4,6	-3,9	-3,2	-1,4	-4,8	-3,3	0,3	0,9

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación.

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La demanda interna se recuperará pero las exportaciones continuarán liderando el crecimiento

En el ámbito doméstico, se espera que la consolidación fiscal continúe drenando crecimiento a lo largo de 2014, aunque con menor intensidad que en años anteriores. El mejor entorno económico junto con una moderación en el coste de la deuda pública y unos objetivos más flexibles, harán que la política fiscal no sea tan contractiva como en los ejercicios previos (véase la Sección 4). Aun así, se espera que en 2014 el consumo público presente una caída del 1,1% en términos reales, mientras que la inversión en construcción no residencial (afectada por la obra pública) lo haga en torno al 4,2%. En un escenario sin cambios en la política económica, este tono contractivo desaparecería a lo largo de 2015 y se tornaría en un crecimiento real de ambos componentes de la demanda pública cercano al 1,3% y 1,5%, respectivamente. Sin embargo, esto supondría una desviación del objetivo de déficit establecido para dicho año

de alrededor de un 1,0% del PIB¹⁸. En ausencia de nuevas medidas, la reducción del déficit público sustraerá de la demanda alrededor de 0,4 pp del PIB en 2014, mientras se prevé que en 2015 la política fiscal sea neutral.

El consumo privado crecerá en 2014 y en 2015 apoyado en la mejora de sus fundamentos. Así, el cambio de ciclo en el mercado de trabajo contribuirá al incremento de la renta bruta de los hogares tanto este año como, sobre todo, el próximo. Por otra parte, el aumento esperado de la riqueza financiera neta, la ausencia de presiones inflacionistas de demanda y la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente reducidos compensarán el deterioro de la riqueza inmobiliaria (este último, menor que el previsto hace tres meses). En consecuencia, **el gasto en consumo de los hogares crecerá en 2014 hasta el 0,9% y se prevé que aumente el 1,3% en 2015.**

En los próximos dos ejercicios la demanda doméstica dejará de actuar como lastre de la inversión productiva privada, lo que unido al buen desempeño de las exportaciones, sentará las bases para su crecimiento sostenido. A todo ello deben unirse las **mejores condiciones de financiación que, previsiblemente, acompañarán al tejido empresarial** gracias, en buena medida, a los resultados del proceso de reestructuración del sistema financiero y a los menores tipos de interés de largo plazo. De hecho, a lo largo de 2014 se espera una recuperación del volumen de las nuevas operaciones de crédito a empresas. De este modo, **se prevé que la inversión en maquinaria y equipo aumente en torno al 5,8% en 2014, un crecimiento que ascenderá hasta el 7,8% en 2015.**

Por su parte, **las decisiones de inversión en el sector de la construcción continuarán estando limitadas por el proceso de desapalancamiento** que deben seguir acometiendo las empresas. Además, **aunque la sobreoferta de vivienda nueva continúa reduciéndose, el stock es todavía elevado,** lo que seguirá condicionando la puesta en marcha de nuevos proyectos de construcción residencial. **Sin embargo, la distribución regional de las viviendas nuevas sin vender continúa siendo heterogénea.** Mientras hay regiones donde el desequilibrio todavía es importante (La Rioja, Comunidad Valenciana, Castilla-La Mancha, Canarias y Murcia), hay otras donde la proporción de viviendas nuevas sin vender se sitúa por debajo del 2% del parque residencial; este es el caso de Extremadura, Cantabria, Navarra y, en menor medida, Comunidad de Madrid y País Vasco. Estas diferencias se dejarán notar en la recuperación del sector, dando lugar a procesos de crecimiento diferenciados en función de las particularidades de cada uno de los mercados.

En cuanto a la demanda doméstica de vivienda, se espera una mejoría de sus fundamentales a lo largo de los dos próximos años. En primer lugar, las previsiones del mercado de trabajo apuntan a una creación de empleo a partir del año en curso. En segundo lugar, los tipos de interés hipotecarios continuarán estables, e incluso podrían reducirse ligeramente ya en 2014 y situarse en el entorno del 3% en 2015 debido a una rebaja de los diferenciales hipotecarios. Por último, la recuperación de la riqueza financiera y el avanzado estado del proceso de corrección del precio de la vivienda podrían afectar positivamente a la demanda¹⁹. **Por otro lado, se prevé que la demanda de vivienda de los extranjeros se mantenga fuerte,** y se esperan nuevos crecimientos en los próximos dos años. Con todo, se prevé que durante 2014 las ventas de viviendas en España empiecen a frenar la caída observada hasta 2013, e inicien la recuperación en 2015.

Así, el contexto en el que se moverá el mercado en el bienio 2014-2015 será diferente al del pasado más inmediato: **en un entorno de recuperación progresiva de la demanda, la oferta se seguirá ajustando** debido al escaso número de viviendas que se van a terminar en los próximos ejercicios, lo que podría traer la estabilidad de los precios de la vivienda en 2015.

De este modo, **después de seis años de intenso ajuste en el sector inmobiliario, 2014 se convierte en el año de tránsito hacia la estabilización,** y se espera que concluya con una corrección de la inversión en vivienda más moderada que la de los últimos años (-3,4%). **Será en 2015 cuando se comience a observar una recuperación de esta partida de la inversión**

18: Las previsiones de déficit no incluyen hipótesis sobre potenciales medidas de política que se pudiesen anunciar durante los próximos trimestres.

19: Existen algunas regiones en las que el precio, en términos reales, acumula tres trimestres de crecimiento.

(5,0%). Este crecimiento que corresponde con un incremento de la actividad relativamente pequeño, dado que la inversión en vivienda partirá de unos niveles históricamente bajos: en torno al 4,0% del PIB, la menor ratio desde 1980.

En lo que respecta al sector exterior, **el crecimiento de la economía mundial para el bienio 2014-2015, anticipa una demanda sólida de las exportaciones españolas** que, gracias a la creciente diversificación, se encuentran menos expuestas a caídas en la demanda de zonas geográficas concretas (véase el Recuadro 3). **Este factor, junto con la depreciación del tipo de cambio efectivo real**, liderada por un diferencial de inflación ventajoso para los bienes y servicios producidos en España, **permiten adelantar un crecimiento de las exportaciones elevado en el horizonte de previsión (promedio: 6,6% anual)**. Como consecuencia del empuje de la demanda final, debido al creciente peso de las exportaciones y a la recuperación de la demanda interna, **las importaciones de bienes y servicios retomarían una senda de crecimiento robusto (promedio: 6,3% anual), aminorado por el efecto sustitución** derivado de la continuidad de las ganancias de competitividad-precio de los productos españoles en el mercado doméstico²⁰. De esta forma, **la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento económico en 2014 se mantendría positiva (0,6 pp) y sería prácticamente nula en 2015 (-0,1 pp)**, momento en el que la demanda interna tomaría mayor tracción en la recuperación. Al final del horizonte de previsión, la economía española concluiría el ajuste del déficit estructural de la balanza por cuenta corriente.

Mercado de trabajo: reaparecen las constantes vitales, pero el enfermo continuará necesitando tratamiento

El progreso de la actividad económica y la mejora de la eficiencia del mercado de trabajo inducida por la reforma laboral²¹ aprobada en 2012 **provocarán un aumento de la ocupación del sector privado, mayor que el previsto hace tres meses, y una ligera reducción de la tasa de desempleo**. Así, se revisa al alza la creación de empleo y a la baja la tasa de paro en 2014, hasta el 0,4% y el 25,6%, respectivamente. **En 2015, el crecimiento del número de ocupados se acelerará hasta el 1,0%, pero la reducción de la tasa de desempleo será similar a la prevista para 2014** dada la evolución menos desfavorable de la población activa (24,8%). **La evolución del empleo equivalente a jornada completa será algo más modesta**. Las previsiones de BBVA Research indican que la ratio de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo sobre el total de puestos de trabajo continuará disminuyendo desde el 87,9% actual hasta el 87,5% a finales del 2015.

Pese a la mejora de las perspectivas, el mercado de trabajo todavía afronta numerosos retos. Entre ellos, destacan la dualidad endémica, el escaso atractivo de la contratación a tiempo parcial y el encarecimiento del componente no salarial del coste laboral. Con la finalidad de **reducir la segmentación del mercado de trabajo y de fomentar la utilización del contrato a tiempo parcial**, el Gobierno impulsó una simplificación administrativa de los contratos de trabajo y aprobó el Real Decreto-ley 16/2013 de medidas para favorecer la contratación estable y mejorar la empleabilidad de los trabajadores a finales del pasado año²².

En el primer caso, se ha creado un asistente virtual que guiará al empresario hasta el contrato que mejor se adapte a sus necesidades²³. Si bien la simplificación administrativa y la transparencia son bienvenidas, para mitigar la segmentación es necesario complementarlas con mejoras en el sistema indemnizatorio que incentiven la contratación indefinida frente a la temporal. A pesar de

20: El lector interesado en el papel relativo de los efectos renta y sustitución subyacentes a la evolución de las importaciones en España puede consultar el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2013, disponible en: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1311_Situacionespana_tcm346-410394.pdf?ts=2112014.

21: La reforma laboral facilita el necesario reequilibrio entre el ajuste del margen extensivo (empleo) y el intensivo (horas de trabajo y remuneración) y contribuye a incrementar la productividad. Estas consecuencias, unidas al cambio de modelo productivo que está experimentando la economía española, deberían posibilitar una mayor creación de empleo y una reducción más intensa de la tasa de paro por cada punto de PIB. Más detalle en: Andrés, J., J. E. Boscá, R. Doménech y J. Ferri: "Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both", BBVA Working Paper 10/13, Madrid. Disponible en: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1013_tcm348-221513.pdf?ts=15112011.

22: Disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2013/12/21/pdfs/BOE-A-2013-13426.pdf>.

23: Véase http://www.sepe.es/contenido/empleo_formacion/empresas/contratos_trabajo/index.html.

los avances recientes en la flexibilización de la legislación de protección al empleo en España, la brecha que todavía existe en los costes de finalización del contrato entre trabajadores indefinidos y temporales redundante en una segmentación elevada del mercado de trabajo que perjudica a los contratados temporales –principalmente, jóvenes– y tiene efectos perniciosos sobre la productividad de las empresas. En consecuencia, sería deseable la implantación de un sistema mixto en el que una parte de la indemnización por extinción del contrato indefinido dependiera de la antigüedad del trabajador en la empresa y otra, de una cuenta de ahorro individual, similar al modelo austriaco²⁴.

En el segundo caso, el Gobierno pretende **promover el trabajo a tiempo parcial dotándolo de mayor flexibilidad**. Para ello, se permitirá ampliar la jornada a través de horas complementarias (en aquellos contratos con, al menos, diez horas semanales de promedio en cómputo anual), se facilitará la distribución irregular del tiempo de trabajo mediante la regulación de los excesos o defectos de jornada en las bolsas de horas más allá del año en curso y se permitirá la realización del contrato indefinido de apoyo a emprendedores a tiempo parcial²⁵.

Si bien el fomento del contrato a tiempo parcial es bienvenido en la medida que su prevalencia es comparativamente menor en España (15,4% del total de ocupados en el 3T13, 6 puntos por debajo del promedio de la zona del euro), **las medidas adoptadas para su flexibilización no enfrentan el problema principal de esta modalidad contractual: su complejidad normativa**²⁶. Adicionalmente, **se deben internalizar los efectos no deseados del contrato a tiempo parcial**. Al respecto, es preciso considerar que el empleo a tiempo parcial **no se distribuye uniformemente entre la población**, sino que afecta, principalmente, a las mujeres, los jóvenes y los asalariados con un contrato temporal (véase el Gráfico 3.17), y que **más de un 60% de los ocupados a tiempo parcial son, realmente, subempleados**, es decir, trabajadores que desearían trabajar más horas (véase el Gráfico 3.18).

Por último, **es necesario adoptar medidas complementarias que eviten los potenciales efectos negativos de la inclusión de la remuneración en especie en la base de cotización a la Seguridad Social** tras el Real Decreto-ley 16/2013²⁷. Si bien la ampliación de las bases de cotización es una actuación acertada para evitar comportamientos estratégicos en la remuneración de los asalariados y aumentar la neutralidad impositiva, debería ir acompañada por una reducción de los tipos impositivos efectivos para no encarecer el empleo. De hecho, una economía con un cuarto de su población activa desempleada necesita alternativas de financiación de la Seguridad Social que incentiven el aumento de la ocupación. Para ello, sería deseable avanzar en una redistribución de la carga fiscal que reduzca la imposición que recae sobre el trabajo y aumente la contribución de la imposición indirecta, lo que propiciaría una devaluación fiscal. Un cambio en la estructura fiscal en esta dirección tendría efectos significativos sobre el PIB, el empleo e, incluso, sobre el consumo privado, ya que el efecto renta dominaría al efecto sustitución provocado por el cambio de precios relativos.

24: Véase la sección 4 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre del 2009 para una propuesta al respecto.

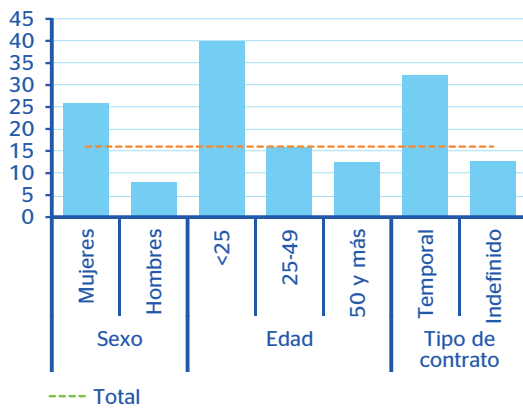
25: Adicionalmente, en el RD-L se autoriza a las empresas de trabajo temporal para que puedan hacer contratos en prácticas para la puesta a disposición a las empresas usuarias.

26: Véase Mercader, J. R. (2013): *El trabajo a tiempo parcial: Situación actual y propuestas de futuro*. Instituto de Relaciones Laboral y Empleo (IRLE). Fundación Sagardoy. Madrid.

27: Véase la Disposición final tercera del Real Decreto-ley 16/2013.

Gráfico 3.17

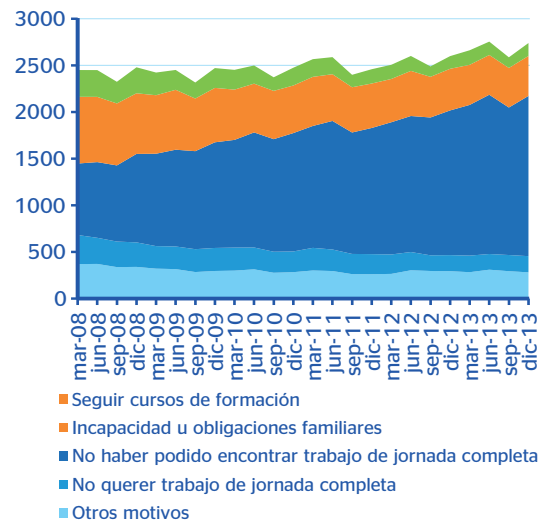
España: porcentaje de ocupados a tiempo parcial en el 2013 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.18

España: ocupados a tiempo parcial por motivo de la jornada parcial (miles de personas)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El crecimiento de los precios se mantendrá por debajo de la inflación de la zona euro

Tras el agotamiento del efecto base provocado por los cambios tributarios, el aumento de los precios regulados y el repunte de las materias primas en 2012, **se espera que la inflación continúe en niveles reducidos** durante el bienio 2014-2015 (véase el Recuadro 1). A pesar de la recuperación gradual prevista de la actividad y del empleo, **la tasa de paro permanecerá en cotas elevadas, lo que limitará la aparición de presiones inflacionistas de demanda**. Por el lado de la oferta, tampoco se prevén tensiones al alza en los precios domésticos, toda vez que la economía española ha emprendido una senda de recuperación de competitividad que se asienta, al menos en parte, en el cambio del modelo productivo -más orientado hacia los mercados externos- y en la flexibilización de los mercados internos inducida por las reformas estructurales. En consecuencia, **se prevé que la inflación media se sitúe en torno al 0,5% en 2014 y al 1,0% en 2015, lo que contribuirá a que el diferencial medio de inflación respecto a la zona del euro se mantenga favorable a España (alrededor de -0,4 pp en promedio)**.

Recuadro 1. La moderación de la inflación española en el último quinquenio

En algunas circunstancias, la evolución de la inflación general o incluso de la inflación excluyendo el componente energético y el de los alimentos no elaborados (estadística oficial de inflación subyacente) **puede arrojar señales inexactas sobre el crecimiento tendencial de los precios y, en consecuencia, sobre la probabilidad de ocurrencia de tensiones inflacionistas o deflacionistas.** En este recuadro se examina la evolución reciente de la inflación en España tomando como punto de partida los cambios en la distribución empírica de los datos desagregados del Índice de Precios al Consumo (IPC). **Los resultados del análisis indican que, en efecto, se ha producido una moderación de la inflación tendencial** y que, aunque se mantiene todavía en niveles relativamente bajos, la probabilidad de observar caídas continuadas en el nivel general de precios se ha incrementado desde hace un año. Detrás de lo anterior se encuentran dos factores domésticos: la elevada caída de la demanda interna y la reducción de elementos no competitivos en la oferta, como por ejemplo la mayor flexibilidad en la formación de salarios. Este proceso no es nuevo, sino que comenzó en 2008 y es deseable que continúe en el futuro para permitir el necesario reequilibrio de la economía española. **A estos factores domésticos se suma la presión a la baja que está mostrando la inflación en Europa. Este patrón es desafortunado,** ya que hace más difícil el proceso de ganancias de competitividad y obstaculiza el proceso de desapalancamiento. Hacia delante, la recuperación en Europa debería revertir esta tendencia, pero una acción más decidida del BCE, que afianzara las expectativas de inflación alrededor del objetivo, sería deseable.

Motivación

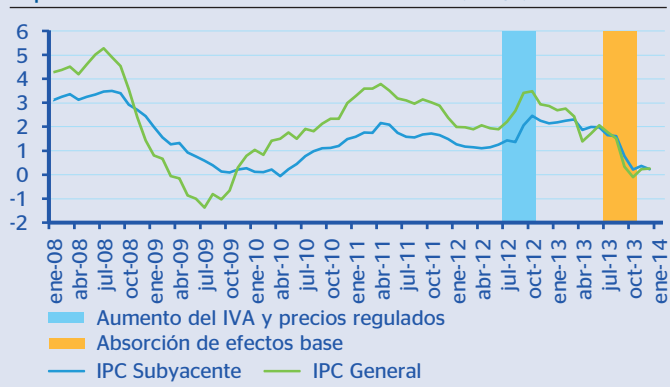
A lo largo de 2013 las economías europea y, sobre todo, española experimentaron una desaceleración pronunciada de la inflación hasta el 0,8% a/a y el 0,3% a/a, respectivamente, en diciembre. En un contexto de recuperación gradual de la actividad, lo anterior ha suscitado cierta preocupación ya que, en el corto plazo y suponiendo todo lo demás constante, unas expectativas de inflación excesivamente reducidas podrían dificultar temporalmente la corrección de algunos desequilibrios macroeconómicos. Sin embargo, **la valoración de la evolución reciente de la inflación a partir de los agregados oficiales,** en los que se fundamentan dichas preocupaciones, **debe realizarse con cautela y, sobre todo, complementarse con más información.** En primer

lugar, porque gran parte de la desaceleración observada en el último año no se corresponde con un cambio en la inflación tendencial, sino con factores puntuales tales como la desaparición de los efectos base tras el aumento del IVA y el de algunos precios regulados en el otoño de 2012 (véase el Gráfico R.1.1)²⁸. En segundo lugar, porque a nivel agregado se observan pocos episodios de inflación reducida o negativa en España, a pesar de las fluctuaciones cíclicas (véase el Gráfico R.1.2)²⁹, lo que, desde un enfoque estadístico clásico (metodología frecuentista), puede dar lugar a conclusiones sesgadas sobre la probabilidad de ocurrencia de tensiones deflacionistas.

Con el objetivo de enriquecer el análisis, en los siguientes epígrafes se **examina la evolución reciente de la inflación en España a través de los cambios en la distribución empírica de los datos desagregados de inflación.** Ello permite, en primer lugar, obtener una medida de inflación tendencial más robusta a perturbaciones extremas y puntuales en los precios y, en segundo lugar, aproximar con un menor sesgo la probabilidad de observar variaciones negativas en el IPC. Por último, **se discuten los factores económicos que subyacen a la evolución de los precios en los últimos cinco años.**

Gráfico R.1.1

España: evolución reciente de la inflación (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

28: Tanto Eurostat como el Instituto Nacional de Estadística publican tasas de inflación a impuestos constantes. Sin embargo, su nivel de agregación y el supuesto de traslación completa de los cambios impositivos a los precios tampoco reflejan fielmente el comportamiento tendencial de la inflación.

29: Debido, al menos en parte, a la implementación de políticas de tipo de cambio contracíclicas antes de la introducción del euro.

Gráfico R.1.2

España: evolución histórica de la inflación (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Metodología

El enfoque más extendido en la literatura para estimar la inflación tendencial es el método de exclusión fija, que consiste en prescindir de aquellos componentes del IPC que, por razones de oferta, son más volátiles (por ejemplo, el componente energético y los alimentos no elaborados). Sin embargo, estas medidas no consideran la posibilidad de que los precios incluidos muestren movimientos ajenos a la tendencia de la inflación (por ejemplo, al producirse incrementos de precios regulados) o que algunos de los precios excluidos *ad-hoc* formen parte de ésta (por ejemplo, cuando hay efectos permanentes de segunda ronda)³⁰. Si se da alguna de estas dos circunstancias, los métodos de exclusión fija arrojan señales erróneas sobre la inflación tendencial y, en consecuencia, sobre la probabilidad de ocurrencia de tensiones inflacionistas o deflacionistas.

Una forma alternativa de obtener un indicador de inflación tendencial robusto a estos sesgos consiste en construir medias recortadas o podadas³¹. Este método utiliza la distribución empírica de los componentes del IPC en cada momento del tiempo para identificar las

variaciones extremas. Estas variaciones se excluyen de la media y se reponderan las observaciones restantes. Así, la media $\mu_t^{\alpha,\beta}$ que poda el $\alpha\%$ de los valores extremos en la cola izquierda de la distribución del IPC y el $\beta\%$ en la derecha, se calcula como se describe a continuación:

1. Para cada mes t , se ordenan de forma ascendente las variaciones mensuales de precios de cada componente i del IPC, $\pi_{i,t}:\{\pi_{1,t},\dots,\pi_{n,t}\}$, y sus respectivos pesos en la cesta de consumo, $\omega_{i,t}:\{\omega_{1,t},\dots,\omega_{n,t}\}$
2. Seguidamente, se define el peso acumulado hasta el i -ésimo componente del IPC, $W_{i,t}\equiv\sum_j^i\omega_{j,t}$, y se determina el conjunto de observaciones a promediar:

$$I_t^{\alpha,\beta}:\{i,t \mid \frac{\alpha}{100} < W_{i,t} < \frac{\beta}{100}\}$$

3. Finalmente, se calcula la media ponderada de las observaciones en $I_t^{\alpha,\beta}$:

$$\mu_t^{\alpha,\beta} = \frac{1}{1-\alpha-\beta} \sum_{i \in I_t^{\alpha,\beta}} \omega_{i,t} \times \pi_{i,t}$$

Utilizando la distribución ponderada de las 126 subclases que componen el IPC en España³², en este trabajo se han construido 2601 medias recortadas simétricas y asimétricas³³, empezando desde la inflación general observada, $\mu_t^{0,0}$, hasta llegar a la mediana, $\mu_t^{50,50}$, en incrementos de α y β equivalentes a una percentila. A continuación, se ha seleccionado la poda "óptima", μ_t^* , para el periodo total, 2002-2013, y para dos subperiodos de interés: la expansión de 2002 a 2008 y la recesión de 2008 a 2013. El criterio de elección de la poda óptima responde a la capacidad de predecir la inflación media anualizada a un horizonte de previsión de 30 meses^{34,35}. Finalmente, se han construido intervalos de confianza en torno a la poda óptima seleccionada utilizando la información de las restantes podas y los resultados del test de igualdad de capacidad predictiva de Diebold y Mariano (1995)³⁶. Dichos intervalos de confianza permiten extraer conclusiones sobre los cambios en la inflación tendencial y la probabilidad de ocurrencia de eventos de riesgo ligados a presiones inflacionistas o deflacionistas.

30: Chamberlin (2009) ofrece un breve resumen sobre los distintos enfoques utilizados en la literatura para estimar la inflación tendencial, sus respectivos beneficios y desventajas.

31: Véanse Bryan y Cecchetti (1994) y Bryan et al. (1997).

32: Para evitar contaminar los resultados de las podas con los efectos base presentes en las tasas de crecimiento interanual de la inflación, se ha empleado como punto de partida la distribución de la inflación mensual anualizada corregida de estacionalidad y efecto calendario.

33: Numerosos estudios documentan que la inflación sigue una distribución empírica asimétrica y leptocúrtica (colas anchas y asimétricas) (véanse, por ejemplo, los trabajos de Bryan et al. (1997) y Meyer y Venkatu (2012)). Lo anterior justifica la construcción de un conjunto de podas completo que incluya tanto podas simétricas como asimétricas.

34: Como criterio de selección se ha empleado la raíz cuadrada del error cuadrático medio.

35: Siguiendo a Meyer y Venkatu (2012), en este trabajo se ha seleccionado como variable objetivo a predecir la inflación media futura (enfoque prospectivo), en lugar de la inflación media centrada en cada observación (enfoque retrospectivo), utilizada más habitualmente (véase por ejemplo, Clark (2001) y Cogley (2002)). Para confirmar la robustez del ejercicio, se han considerado horizontes de previsión alternativos de 24 a 36 meses. Los resultados, a disposición del lector interesado, no difieren cualitativamente de los que se exponen en este recuadro.

36: En particular, la poda $\mu_t^{\alpha,\beta}$ pertenece al intervalo de confianza, $IC(p\%)$, en torno a la poda óptima μ_t^* , cuando el test de Diebold y Mariano (1995) no rechaza la hipótesis nula de igualdad de capacidad predictiva al nivel de significatividad de $(1-p\%)$.

Resultados

Cuando se aplica la metodología descrita anteriormente para el caso español, se obtienen resultados acordes con los recogidos en Meyer y Venkatu (2012) para EE.UU., que demuestran que la poda óptima se sitúa en torno a la mediana. El Gráfico R.1.A.1, en el anexo, muestra el mapa de color con los valores de α y β que se corresponden con la poda óptima para el total de la muestra (2002-2013), junto con sus respectivos intervalos de confianza. **Los resultados sugieren que el 7% central de la distribución de los precios incluye la información suficiente y necesaria sobre el comportamiento tendencial de la inflación en España durante el período 2002-2013.**

Esto es, la poda óptima para este periodo, $\mu_t^{43,50}$, excluye el 43% de los valores extremos en la cola izquierda de la distribución y la totalidad (50%) de la cola derecha.

Además, se constata una elevada incertidumbre y asimetría en la distribución empírica del IPC. El mapa de color del Gráfico R.1.A.1 revela una amplia zona, en torno a las medias simétricas que podan un 30% o más de las colas de la distribución, que, en términos de poder predictivo de la inflación futura, son estadísticamente iguales a la poda óptima a un nivel del confianza del 40%. A medida que aumenta el porcentaje de observaciones podadas, la masa de probabilidad se desplaza hacia abajo y a la derecha, confirmando los indicios de una asimetría hacia la cola derecha de la distribución.

Lo anterior se debe, en gran medida, a los cambios experimentados en el proceso de formación de precios durante la actual crisis económica. Así, los Gráficos R.1.A.2 y R.1.A.3, en el anexo, muestran que la poda óptima para el periodo expansivo, $\mu_t^{28,32}$, elimina el 28% de los valores extremos en la cola izquierda de la distribución y el 32% de la cola derecha, mientras que la poda óptima para el periodo recesivo, $\mu_t^{40,50}$, recorta el 40% de los valores extremos en la cola izquierda de la distribución y el 50% de la derecha. Asimismo, se constata que **la elevada incertidumbre en la distribución del IPC se debe al aumento de la volatilidad en el último subperiodo.**

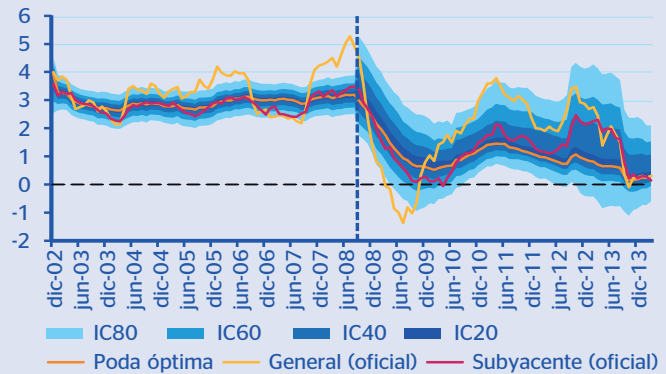
El Gráfico R.1.3 muestra la evolución de los precios obtenida a partir de las podas óptimas seleccionadas, junto a sus respectivos intervalos de confianza, y los agregados oficiales de la inflación general y la inflación subyacente. El primer resultado destacable es que, en efecto, **la inflación tendencial disminuyó sustancialmente con el inicio de la crisis y se desaceleró de forma más pronunciada a partir de 2011, cuando la economía española volvió a entrar en recesión técnica.** Igualmente, se observa un incremento de la incertidumbre que, a simple vista, parece estar en concordancia con la mayor volatilidad observada en la inflación general. Por otro lado, se constata que,

en términos generales, la estadística oficial de inflación subyacente es un buen indicador del crecimiento tendencial de los precios, si bien, su evolución ha estado sesgada por elementos ajenos a dicha tendencia, al alza en 2012 y a la baja en 2013. En concreto, el repunte de los precios en 2012 y la consiguiente desaceleración en 2013, se debieron, en gran parte, a factores exógenos a la demanda, tales como el aumento del IVA y de determinados precios regulados en el otoño de 2012.

Por último, al final de la muestra se recoge una masa de probabilidad cercana al 20% que se sitúa por debajo de una tasa de inflación nula. Este resultado indica que, con una probabilidad cercana a ese umbral, no se pueden descartar ajustes negativos de los precios ante la coyuntura actual. En buena medida, esta posibilidad podría contemplarse en la ausencia de presiones inflacionistas en Europa y ante los esfuerzos de la economía española por ganar competitividad (véase el Grafico R.1.4).

Gráfico R.1.3

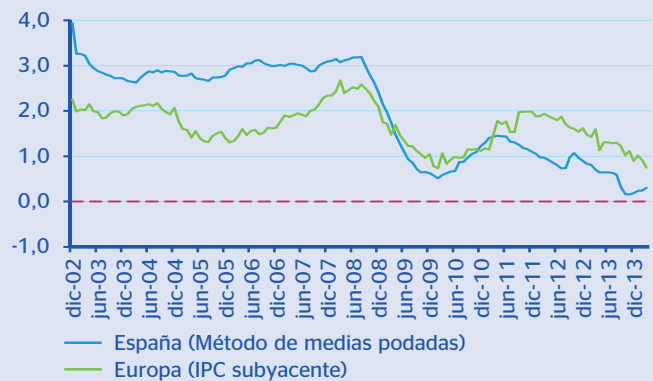
España: inflación (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico R.1.4

España y Europa: inflación tendencial



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

¿Qué factores subyacen a la moderación de la inflación en España?

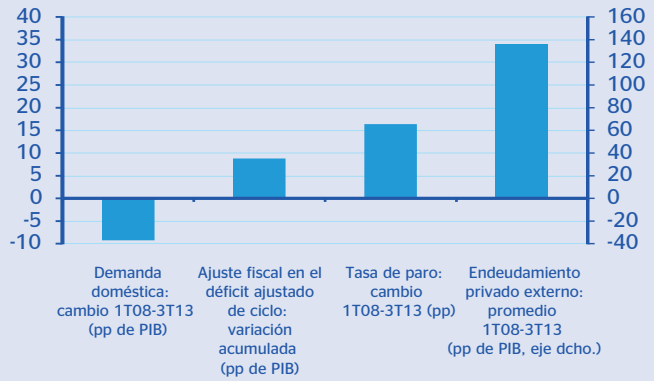
Uno de los aspectos destacables del proceso de desaceleración de la inflación en España es que tiene lugar tras la Gran Moderación. En concreto, desde comienzos de los años noventa, el nivel y la volatilidad de las tasas de inflación de los países avanzados se fueron moderando hasta alcanzar valores históricamente bajos. Además, el crecimiento económico se tornó menos volátil y la estabilidad macroeconómica duró cerca de veinte años (Bernanke, 2004). **En mayor o menor medida, los factores que explicaron la moderación de la inflación entonces subyacen al proceso de desaceleración actual**³⁷. En particular, la literatura ofrece tres posibles argumentos que no son excluyentes entre sí:

1. El aumento en la volatilidad de los shocks, relacionado, en esta ocasión, con el alcance global de la crisis financiera y la duración en los países industrializados.
2. Los cambios estructurales provocados por el abanico de políticas económicas cuyo diseño tiene como objetivo mejorar el funcionamiento de los mercados de productos y de trabajo.
3. El marco de funcionamiento de la política macroeconómica, en especial la política monetaria, cuyo objetivo es modular las presiones inflacionistas y anclar las expectativas de inflación.

La virulencia del *shock* subyacente a la crisis financiera de 2008 sorprendió tras los años de estabilidad macroeconómica que acompañaron a la Gran Moderación. En España, **la profundidad y duración de la crisis económica ha tenido importantes consecuencias, en especial, para la demanda doméstica**, lastrada por el fuerte endeudamiento del sector privado, la elevada tasa de paro, la consolidación fiscal y las consecuencias de la fragmentación financiera en la UEM (véase el Gráfico R.1.5). El deterioro de la demanda doméstica ha venido acompañado de una desaceleración de la inflación, que solo se puede calificar de moderada si se compara con la caída persistente de la demanda (véase el Gráfico R.1.6). **Analizada desde esta perspectiva, la desaceleración de la inflación sería transitoria y la senda de moderación revertiría a medida que se reactiva la demanda**, consecuencia de, entre otros factores, los avances en el desapalancamiento privado, la suavización en la senda de consolidación de las cuentas públicas y la convergencia a un nivel sostenible de actividad crediticia.

Gráfico R.1.5

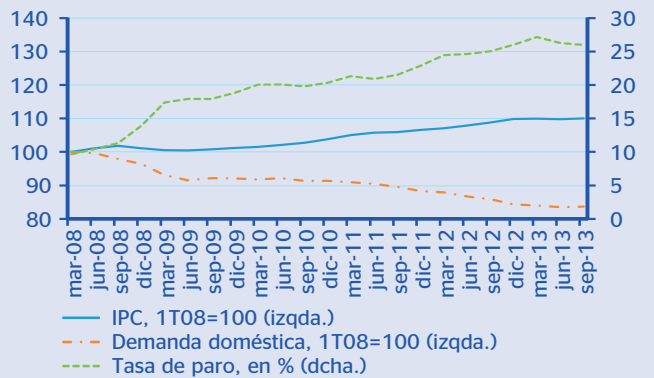
España: indicadores macroeconómicos durante la crisis



Fuente: BBVA Research a partir de INE, MINHAP y Banco de España

Gráfico R.1.6

España: IPC, demanda doméstica y tasa de paro



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Tras más de veinte años formando parte de la UE, la economía española aún mostraba importantes deficiencias en el funcionamiento de sus mercados de producto y de trabajo a comienzos de 2008³⁸. La literatura económica ya ha documentado el efecto beneficioso que tuvo el aumento de la competencia sobre la inflación de la economía española durante la Gran Moderación (Correa-López *et al.*, 2013). Asimismo, el acuerdo para el empleo y la negociación colectiva rubricado en enero de 2012 y la reforma laboral aprobada en febrero del mismo año han acotado el sesgo inflacionista de los salarios en la segunda fase de la crisis (BBVA Research, 2013a). Igualmente, se esperan efectos positivos sobre los precios derivados del proceso de desindexación de la economía española y de la liberalización de los servicios profesionales³⁹. En su conjunto, **estas reformas estructurales y acuerdos puntuales han contribuido a moderar las variaciones en los precios y a mejorar la competitividad de la economía española.**

37: Para un análisis detallado de los mecanismos explicativos de la Gran Moderación, véanse, entre otros, McConnell y Pérez-Quirós (2000), Lubik y Schorfheide (2004), Cogley y Sargent (2005), Ball y Sheridan (2005), Sims y Zha (2006) y Gürkaynak *et al.* (2010).

38: Véanse Bentolila *et al.* (2012) y BBVA Research (2013b).

39: Un informe de las medidas de política económica que, en la práctica, lograrán la desindexación de la economía española se encuentra en Banco de España (2014).

Llegado este punto, la evidencia indica que la consecución del diferencial favorable de inflación con la UEM obtenido en el último quinquenio ha sido resultado de la evolución favorable de la brecha salario-productividad -cuando al elevado crecimiento de la productividad se une la moderación salarial- y de la disminución del sesgo inflacionista de los márgenes de beneficio (véase el Cuadro R.1.1). **El mejor funcionamiento de los mercados permitirá una respuesta más equilibrada de la inflación española a los desequilibrios macroeconómicos y afianzará el carácter permanente de las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años.** Consolidar las ganancias de competitividad de la economía española es un tránsito

necesario para el crecimiento futuro, por lo que se debería ahondar en mecanismos que faciliten una mayor flexibilidad para las empresas, pero también en aquellos que incrementen la competencia y reduzcan al mínimo las ganancias monopolísticas en sectores que pueden estar obstaculizando dichas ganancias de competitividad.

Finalmente, en ausencia de cambios significativos en el régimen de política monetaria, **la respuesta del BCE a la moderación de la inflación en la UEM se debería adecuar a las señales que reciba sobre las expectativas de inflación.** Es previsible que una política monetaria laxa durante un período prolongado de tiempo aleje la posibilidad de deflación en los miembros de la eurozona más expuestos a este riesgo.

Cuadro R.1.1

Contabilidad de la inflación en la eurozona 12: contribuciones al cambio del deflactor del PIB (crecimiento a/a promedio, %)

	1999-2008				
	Total	Salarios	Productividad	Márgenes	Impuestos
EZ-12	1,93	1,22	0,34	0,84	0,21
En desviación con respecto a la media de la eurozona-12					
Alemania	-1,17	-0,60	0,23	-0,35	0,00
Irlanda	1,21	1,06	0,29	0,28	0,16
Grecia	1,38	0,44	0,05	0,79	0,20
España	1,77	0,56	-0,33	0,79	0,08
Francia	-0,05	0,23	0,02	-0,19	-0,06
Italia	0,45	-0,05	-0,34	0,18	-0,02
Holanda	0,66	0,71	0,38	0,18	0,15
Portugal	0,98	0,65	-0,03	0,02	0,27
Finlandia	-0,44	0,38	0,40	-0,29	-0,14
	2009-2013				
	Total	Salarios	Productividad	Márgenes	Impuestos
EZ-12	1,16	0,93	0,21	0,22	0,22
En desviación con respecto a la media de la eurozona-12					
Alemania	0,26	0,09	-0,31	-0,10	-0,04
Irlanda	-1,82	-1,31	0,41	0,42	-0,52
Grecia	-0,76	-1,84	-0,48	0,78	-0,18
España	-1,05	-0,23	1,17	0,24	0,11
Francia	0,03	0,19	0,08	-0,15	0,06
Italia	0,21	-0,24	-0,28	0,01	0,16
Holanda	-0,17	-0,18	-0,17	0,04	-0,21
Portugal	-0,48	-0,47	0,43	0,79	-0,37
Finlandia	0,79	0,43	-0,39	-0,42	0,40

Notas: La contribución de los márgenes de beneficio se calcula como residuo. El total es la suma de las contribuciones de salarios, márgenes e impuestos, menos la contribución de la productividad. La productividad se mide como producción por empleado. 2013 es previsión de AMECO.

Fuente: BBVA Research a partir de AMECO

Referencias bibliográficas

Ball, L. y Sheridan, N. (2005). "Does inflation targeting matter?", in B. Bernanke and M. Woodford (eds), *The Inflation Targeting Debate*, University of Chicago Press.

Banco de España (2014). "La desindexación de la economía española", *Boletín Económico*, enero.

BBVA Research (2013a). "Persistencia del desempleo y dinámica salarial en España", *Situación España*, segundo trimestre.

BBVA Research (2013b). "Los costes de una regulación anticompetitiva: España en comparativa internacional", *Situación España*, tercer trimestre.

Bentolila, S., Dolado, J.J. y Jimeno, J.F. (2012). "Reforming an Insider-Outsider Labor Market: The Spanish Experience", *IZA Journal of European Labor Studies*, vol. 1, 2012.

Bernanke, B. (2004). The Great Moderation, remarks at the Eastern Economic Association, Washington, DC, 20 February (disponible en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm#fn3>).

Bryan, M.F., y Pike, C.J. (December 1, 1991). Median Price Changes: An Alternative Approach to Measuring Current Monetary Inflation. *Federal Reserve Bank of Cleveland*, Economic Commentary.

Bryan, M.F., Cecchetti, S.G., & Wiggins, R.L. (1997). "Efficient Inflation Estimation". *National Bureau of Economic Research Working Paper no. 6183*.

Chamberlin, G. (2009), "Methods explained: Core Inflation" *Economic & Labour Market Review*, vol. 3(9), pp 49-57.

Clark, T.E. (Second Quarter 2001). "Comparing Measures of Core Inflation". *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*.

Cogley, T. (2002), "A Simple Adaptive Measure of Core Inflation". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 34(1), pp. 94-113.

Cogley, T. y Sargent, T. (2005). "Drifts and volatilities: monetary policy and outcomes in the post-WWII US", *Review of Economic Dynamics*, Vol. 8, pp. 262-302.

Correa-López, M, García-Serrador, A. y Mingorance-Arnáiz, C. (2013). "Product Market Competition, Monetary Policy

Regimes and Inflation Dynamics: Evidence from a Panel of OECD Countries", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, próxima aparición.

Diebold, F.X., y Mariano, R.S. (1995). "Comparing Predictive Accuracy", *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 13(3), pp. 253-263.

Gürkaynak, R., Levin, A. y Swanson, E. (2010). "Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the U.S., U.K., and Sweden", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 8, pp. 1208-1242.

Lubik, T.A. y Schorfheide, F. (2004). "Testing for indeterminacy: an application to U.S. monetary policy", *American Economic Review*, Vol. 94, pp. 190-217.

McConnell, M. y Pérez-Quirós, G. (2000). "Output fluctuations in the United States: what has changed since the early 1980s?", *American Economic Review*, Vol. 90, pp. 1464-1476.

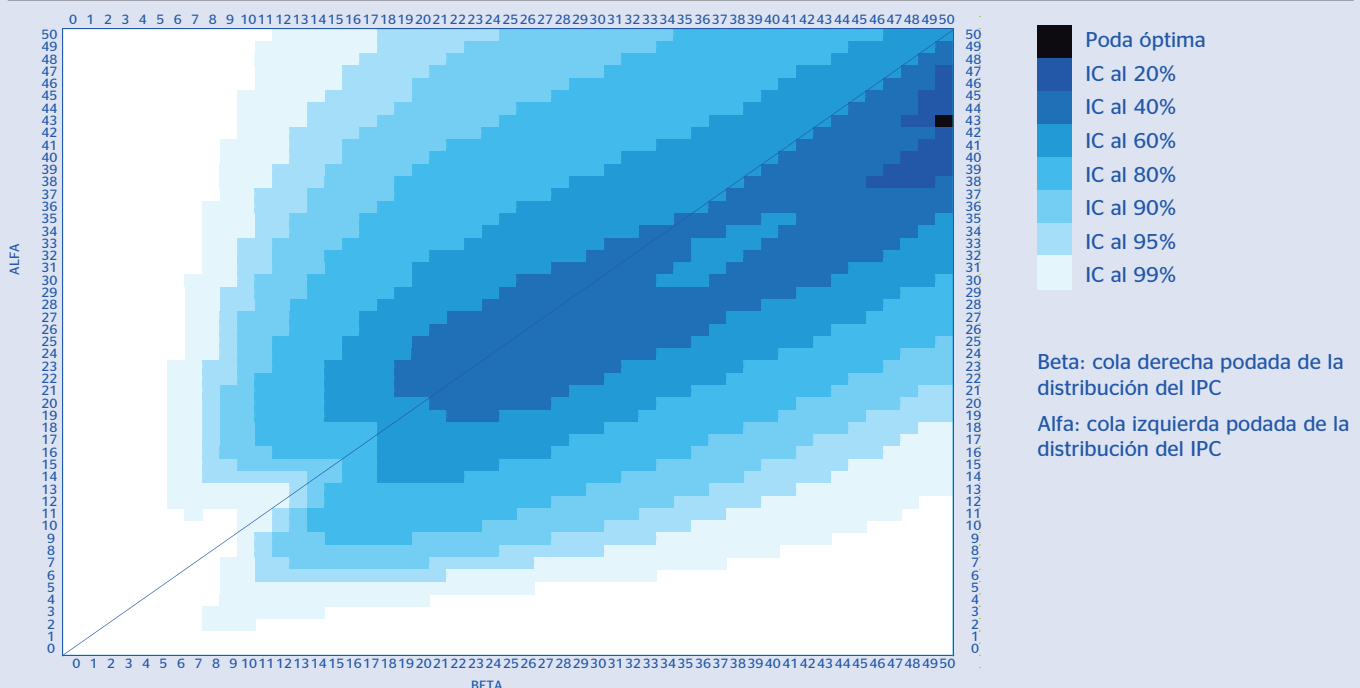
Meyer, B. y Venkatu, G. (2012), "Trimmed-Mean Inflation Statistics: Just Hit the One in the Middle." *Federal Reserve Bank of Cleveland, working paper no. 12-17*.

Sims, C. y Zha, T. (2006). "Were there regime switches in U.S. monetary policy?", *American Economic Review*, Vol. 96, pp. 54-81.

Anexo

Gráfico R.1.A.1

España: poda óptima de inflación e intervalos de confianza (horizonte de previsión: 30 meses; 2002-2013)

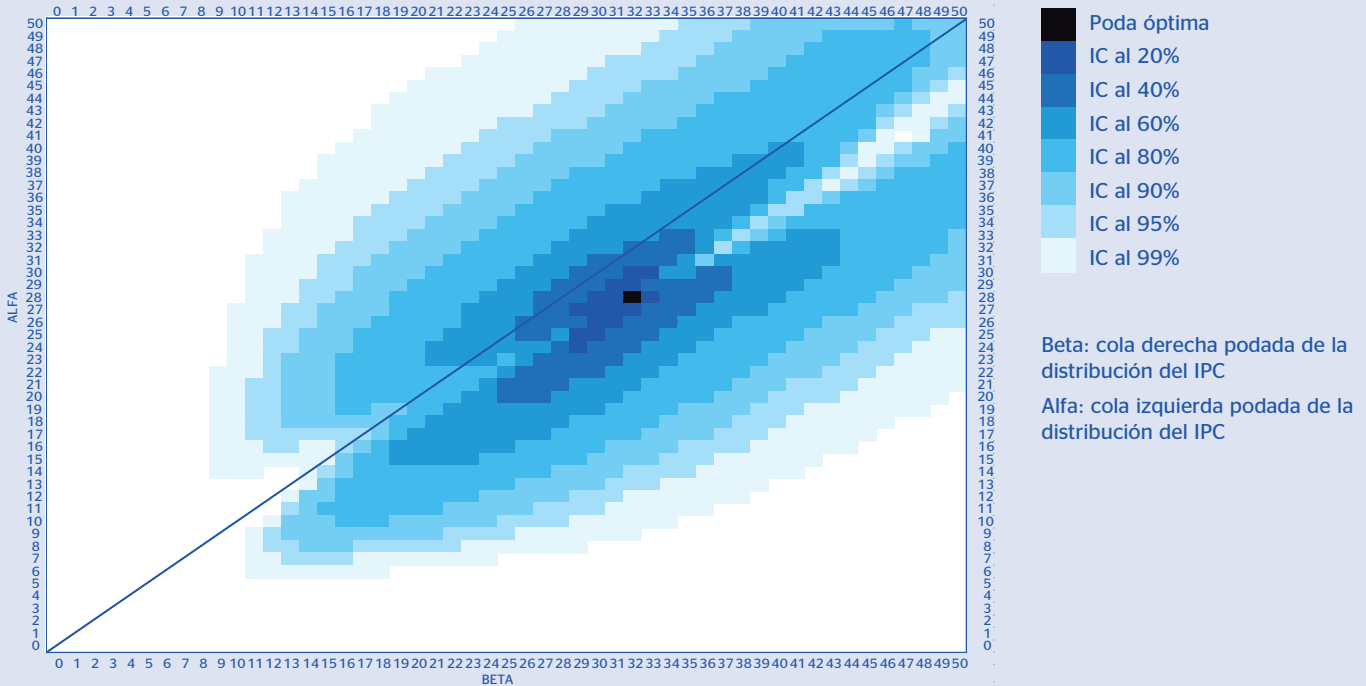


Fuente: BBVA Research a partir de INE

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico R.1.A.2

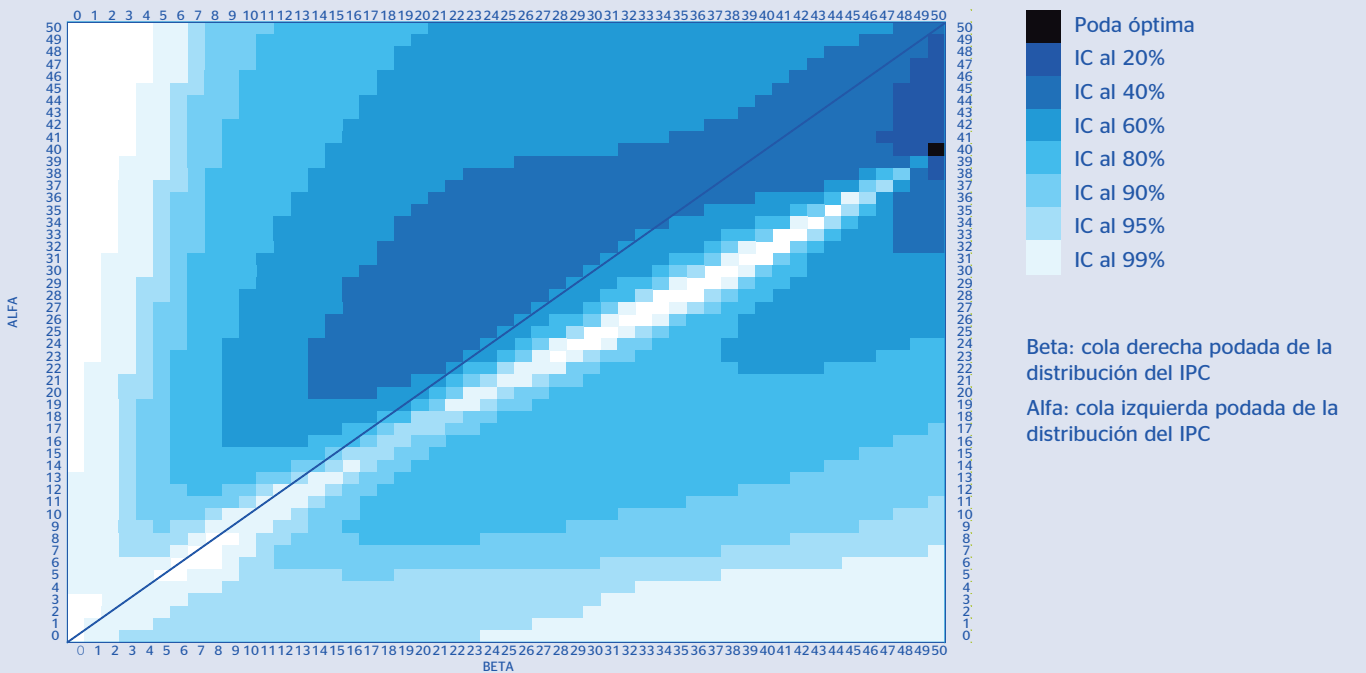
España: poda óptima de inflación e intervalos de confianza (horizonte de previsión: 30 meses; 2002-2008)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico R.1.A.3

España: poda óptima de inflación e intervalos de confianza (horizonte de previsión: 30 meses; 2008-2013)



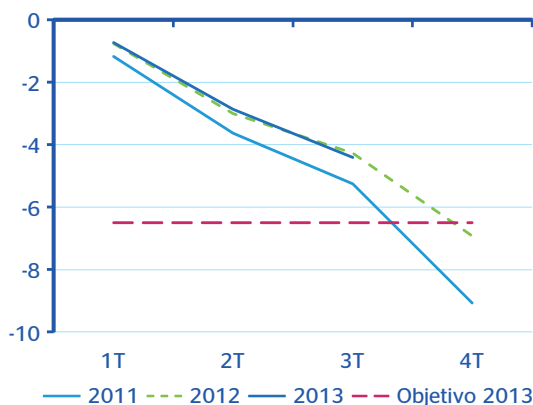
Fuente: BBVA Research a partir de INE

4. Aunque el esfuerzo fiscal continúa, lo hace a un ritmo insuficiente

Aunque a lo largo de 2013 se ha seguido observando un ajuste, **el balance de las finanzas públicas al tercer trimestre del 2013 arroja un resultado modesto si se atiende sólo a la cifra total de déficit**, lo que aumenta la probabilidad de incumplimiento del objetivo de final de año (-6,5% del PIB). De esta forma, el saldo acumulado del conjunto de las administraciones públicas españolas al tercer trimestre de 2013 se situó en el -4,4% del PIB, una vez excluido el importe de las ayudas a las instituciones financieras (0,5 pp del PIB). Este resultado coloca el déficit del 3T13 casi dos décimas (en términos absolutos) por encima del registrado hasta el 3T12 (véase el Gráfico 4.1), cuando el objetivo era reducirlo en 0,5 pp a final de año y sin el anuncio de medidas comparables a las implementadas durante el último trimestre de 2012.

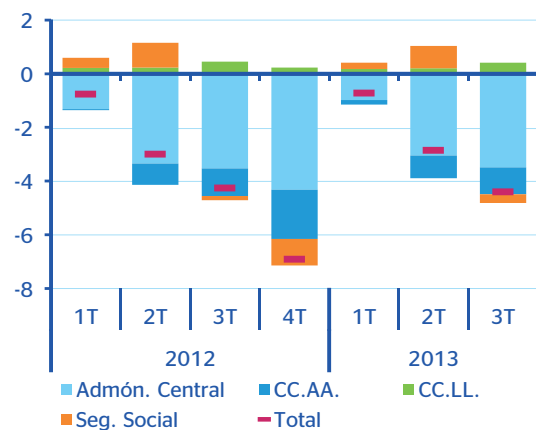
Por administraciones, la Seguridad Social cerró el 3T13 con un déficit del 0,3% del PIB, frente al -0,2% acumulado hasta septiembre de 2012 (véase Gráfico 4.2), mientras que el resto de administraciones situaron su déficit acumulado al tercer trimestre en niveles semejantes a los registrados en el mismo periodo de 2012. Así, la administración central cerró septiembre con un déficit del 3,5%, las comunidades autónomas con un -1,0% del PIB, mientras que las corporaciones locales registraron un superávit del 0,4% del PIB. Tanto la administración central como las comunidades autónomas presentan un margen reducido (de 0,3 pp del PIB en sendas administraciones, frente a los 0,8 pp registrados durante el 4T12) para cerrar el año cumpliendo con sus objetivos de estabilidad.

Gráfico 4.1
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación(*) (Acumulado al año. % PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 4.2
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación por subsectores(*) (Acumulado al año. % PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

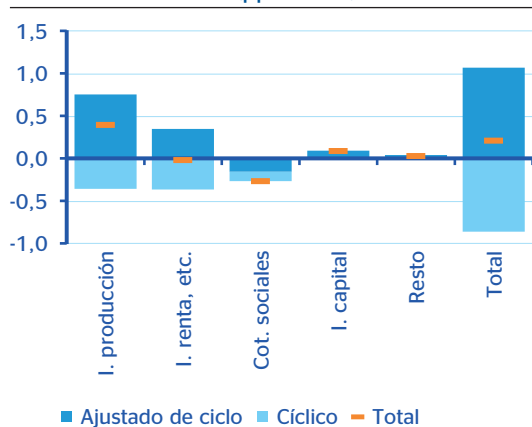
El empeoramiento que se observa en las cuentas de la Seguridad Social es ilustrativo del impacto que la caída en la actividad y el empleo ha tenido sobre el déficit público. Así, de acuerdo a estimaciones de BBVA Research, el tono contractivo del ciclo económico habría drenado en torno a 0,9 pp del total de los ingresos públicos acumulados hasta el 3T13. Este deterioro cíclico habría absorbido la mayor parte de la mejora de 1,1 pp de los ingresos ajustados de ciclo derivada, en gran parte, de las medidas aprobadas (véase el Gráfico 4.3). Dicha mejora ha tenido origen tanto en la subida impositiva del IVA y de los impuestos especiales -que está suponiendo un incremento estructural en torno a 0,8 pp del PIB- como en el aumento del IRPF

y de los cambios normativos en el impuesto sobre sociedades –que reportan un incremento estructural alrededor de 0,3 pp del PIB-. Como consecuencia, el total de ingresos públicos presentó un aumento de dos décimas respecto al año anterior hasta alcanzar el 37,4% del PIB (acumulado anual) a cierre de septiembre de 2013.

Por su parte, **el impacto de la actividad ha tenido una menor incidencia sobre el gasto público, dado el carácter más discrecional del mismo** (véase el Gráfico 4.4). Así, durante los tres primeros trimestres de 2013 el deterioro cíclico habría incrementado en algo menos de una décima del PIB el gasto público. Asimismo, el ajuste del componente estructural ha continuado en partidas como la remuneración de asalariados, las prestaciones por desempleo o la inversión. Sin embargo, dicho ajuste no ha sido suficiente para compensar el incremento observado en el pago por intereses (0,3 pp del PIB) y en las prestaciones sociales (0,4 pp). En consecuencia, el gasto total acumulado anual del conjunto de administraciones públicas se habría situado en torno al 44,4% del PIB a cierre del tercer trimestre de 2013, apenas dos décimas menos que el acumulado hasta septiembre de 2012.

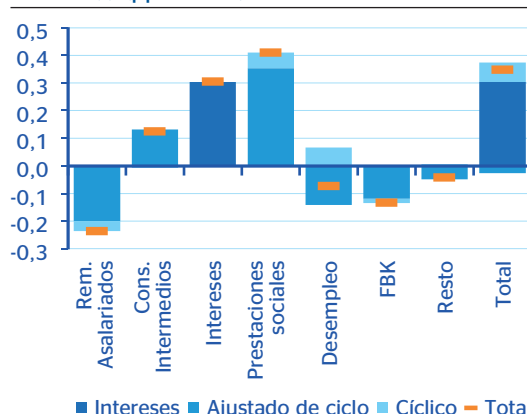
Con estas cifras, **el saldo primario del conjunto de las administraciones públicas habría experimentado un ajuste estructural próximo a 1,1 pp**, y se situaría en el -1,7% del PIB hasta septiembre de 2013. Si se añade el impacto del ciclo económico (-0,9 pp) se obtiene un déficit primario del 1,9% del PIB a cierre del tercer trimestre, frente al -2,1% observado en el 3T12. Este resultado pone de manifiesto que, aunque continúa, el esfuerzo fiscal está siendo menos intenso que el de años anteriores.

Gráfico 4.3
AA.PP.: ajuste de los ingresos no financieros acumulados al 3T13 (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 4.4
AA.PP.: ajuste del gasto no financiero acumulado al 3T13(*) (pp del PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

De cara al cierre del año, **los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado muestran una cierta intensificación en el ajuste fiscal**. El déficit acumulado creció en noviembre de 2013 hasta situarse en el 4,0% del PIB, tres décimas por debajo del registrado hasta noviembre del año anterior. Estas cifras son el resultado del mantenimiento del ritmo de crecimiento interanual de los ingresos y de un incremento del gasto, afectado por el aumento de los intereses y las mayores transferencias al sistema de la Seguridad Social.

En este contexto, **pese a que se espera que el ajuste fiscal haya continuado durante el 4T13, es probable que no sea suficiente** como para corregir los efectos negativos de la caída de la actividad sobre los ingresos durante los trimestres precedentes, y el incremento esperado tanto de los intereses como de las prestaciones sociales (excluidas las prestaciones por desempleo). Así, según las estimaciones de BBVA Research, durante el último trimestre del 2013 el ciclo habría dejado de restar recaudación, y los ingresos públicos se habrían situado en torno al 37,1% del PIB, el mismo nivel alcanzado en 2012. Este débil comportamiento de los ingresos hace que el esfuerzo de la consolidación durante el último trimestre del año haya vuelto a recaer sobre el gasto, especialmente sobre la inversión y los consumos intermedios (véase el Cuadro 4.1).

Sin embargo, dicho esfuerzo habría sido insuficiente, y se estima que las administraciones públicas españolas habrían cerrado el ejercicio 2013 con un déficit en torno al 7,0% del PIB, casi medio punto por encima del objetivo de estabilidad (-6,5 %).

Cuadro 4.1

AA.PP.: necesidad de financiación, excluidas las ayudas al sector financiero

% del PIB	2012	2013 (e)	2014 (p)	2015 (p)
Rem. Asalariados	11,2	11,0	10,7	10,6
Consumos intermedios	5,7	5,7	5,5	5,4
Intereses	3,0	3,4	3,6	3,8
Prestaciones por desempleo	3,1	2,9	2,7	2,6
Prestaciones sociales	13,2	13,7	13,7	13,6
Formación bruta de capital	1,7	1,5	1,5	1,5
Otros gastos	6,0	5,9	5,5	5,2
Gastos no financieros	44,0	44,2	43,2	42,8
Imptos. producción	10,4	11,2	11,1	11,4
Imptos. renta, riqueza, etc.	10,2	10,3	10,4	10,4
Contribuciones sociales	13,0	12,6	12,3	12,3
Imptos. capital	0,4	0,5	0,5	0,6
Otros ingresos	3,1	2,6	3,1	3,1
Ingresos no financieros	37,1	37,1	37,4	37,7
Necesidad de financiación	-6,8	-7,0	-5,8	-5,1
Objetivo de estabilidad	-6,3	-6,5	-5,8	-4,2

(e): estimación.

(p): previsión.

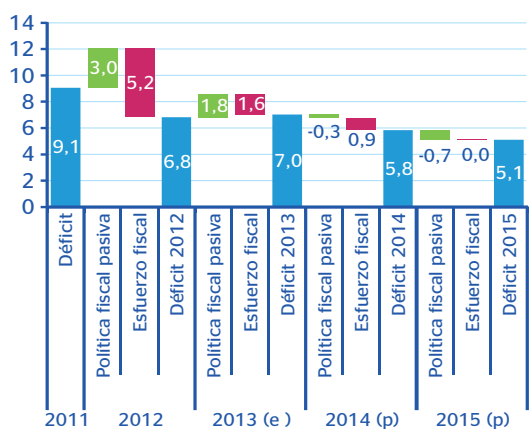
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

La desviación prevista del objetivo de déficit de 2013 traslada nuevamente parte de la presión del ajuste a 2014. Como se puede observar en el Gráfico 4.5, para 2014 se estima que los efectos positivos de la recuperación económica más que compensarán el incremento estructural esperado del gasto en prestaciones sociales y en intereses de la deuda, lo que reducirá el déficit en torno a tres décimas del PIB. Junto a ello, el impacto de las medidas de ajuste fiscal acometidas estos años contendrá, según las previsiones de BBVA Research, el déficit público en algo más de 0,9 pp del PIB. De esta forma, el déficit de 2014, una vez excluidas las ayudas al sector financiero, se situará en torno al 5,8% del PIB, en línea con el objetivo de estabilidad presupuestaria. Para 2015 se prevé que el ciclo económico continúe corrigiendo el deterioro fiscal y compense, de nuevo, el incremento en el pago por intereses de la deuda. Como consecuencia, y en un escenario sin cambios en la política fiscal⁴⁰, el déficit de 2015 se mantendrá en torno al 5% del PIB, por encima del objetivo del -4,2% acordado para dicho año.

Pese a todo ello, y de cumplirse las previsiones de BBVA Research, el saldo público ajustado de ciclo se situaría por debajo del 2% del PIB ya en 2014, nivel no observado desde comienzos de los años 2000. **Si se descuenta el importe del pago por intereses, se estaría registrando ya superávit primario desde finales de 2013** tras una corrección del mismo de más de 10 pp del PIB entre 2009 y 2013 (véase el Gráfico 4.6). No obstante, hacia delante, persiste la incertidumbre sobre la capacidad de los gobiernos para reducir el déficit a niveles por debajo del 3% del PIB en 2016, dado el elevado volumen de la carga de intereses de la deuda, la temporalidad de algunas de las medidas acometidas y una recuperación que será lenta en su inicio.

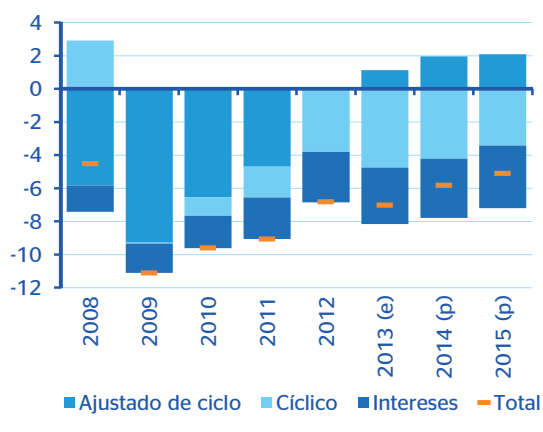
40: Es decir, sin tener en cuenta los efectos de la reforma fiscal anunciada ni de otras medidas relacionadas con la reforma de las administraciones públicas.

Gráfico 4.5
AA.PP.: ajuste fiscal esperado(*) (% PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras.
(e): estimación;
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 4.6
AA.PP.: capacidad o necesidad de financiación(*) (% PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras.
(e): estimación;
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

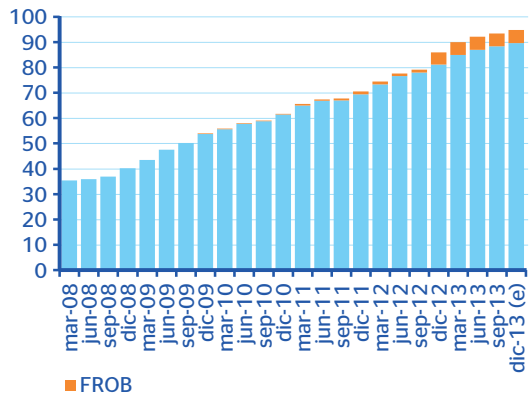
Deuda pública: un largo camino que recorrer

Según las estimaciones de BBVA Research, la deuda de las administraciones públicas se habría elevado hasta del 94,7% del PIB en 2013, y se situaría en el entorno del 100% a finales de 2015 (véase Gráfico 4.7). En este contexto, **todavía queda un amplio camino de control del saldo público si se quiere reconducir la senda de deuda por debajo del límite del 60%**. Para ello, se requiere no solo comenzar a registrar superávits primarios en las cuentas públicas, sino que es necesario que el crecimiento nominal de la economía sea superior al tipo de interés implícito de la deuda pública. Analizando el anterior periodo de consolidación fiscal, el Gráfico 4.8 muestra que esta condición se cumplió entre los años 1998 y 2007, durante los cuales la deuda pública se redujo en más de 27 pp del PIB, a un ritmo promedio de unos 3 pp al año. Durante dicho periodo, el crecimiento económico (del 7,5% del PIB nominal en promedio anual) jugó un papel relevante en esta disminución del nivel de deuda pública ya que más que compensó el pago de intereses de la deuda (con un tipo implícito medio anual del 5,3%).

En el escenario actual, no resulta previsible que la economía crezca a ritmos tan elevados como los observados entre 1998 y 2007, y tampoco es probable que dicho crecimiento supere el tipo de interés implícito antes de 2016. Por lo tanto, la necesaria reducción de la deuda tendrá que provenir de la capacidad que tengan los gobiernos de generar potentes superávits primarios. Para ello, resulta imprescindible que se continúe con las políticas de control del déficit. En este sentido, pese a que una parte importante de las medidas aprobadas y/o puestas en marcha tendrán efectos a largo plazo, el riesgo de incumplimiento de los objetivos de estabilidad de los próximos años reside en una recuperación económica menor que la prevista y/o en una relajación de las políticas de consolidación fiscal.

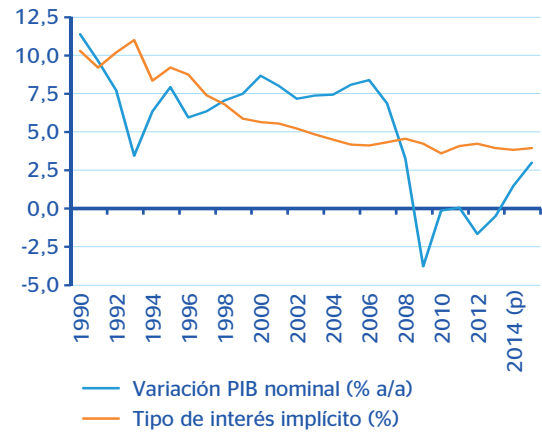
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 4.7
AA.PP: deuda PDE (% PIB)



(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de BdE y MINHAP

Gráfico 4.8
España: variación interanual del PIB nominal y tipo de interés implícito de la deuda pública (%)



(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE, MINHAP y BdE

Recuadro 2. Expansión, crisis y consolidación de las cuentas públicas españolas⁴¹

Una de las principales consecuencias de la crisis económica, y de las políticas discrecionales implementadas para paliar sus efectos, ha sido el notable deterioro de las cuentas públicas españolas. Así, las administraciones públicas españolas pasaron de registrar un superávit del 2,4% del PIB en 2006 –el cuarto mayor de la Unión Económica y Monetaria (UEM)- a presentar un déficit de más del 11% a cierre de 2009. De esta forma, España se convirtió, tras Grecia e Irlanda, en el tercer país con mayor desequilibrio en sus cuentas públicas. Este deterioro junto con las tensiones financieras de los últimos años han condicionado la política económica y obligado a realizar un importante esfuerzo fiscal para reconducirlas hacia el equilibrio.

Con esta referencia, el presente recuadro ofrece una visión general y comparada de la evolución de los ingresos y gastos públicos españoles, que permita evaluar la política fiscal acometida y apuntar posibles direcciones de reforma.

Un punto de partida

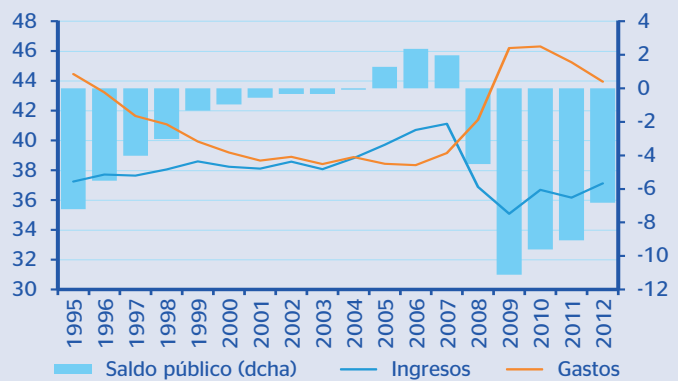
El actual proceso de consolidación no es el primero al que se enfrentan las administraciones públicas españolas. A mediados de la década de los 90 con el objetivo de alcanzar los criterios de entrada en el euro, comenzó un proceso de reducción del déficit público que culminó con la etapa de mayor estabilidad presupuestaria de los últimos cuarenta años. Como se puede observar en el Gráfico R.2.1, entre 1995 y 2007 el gasto público en porcentaje del PIB se redujo más de lo que que se incrementaron los ingresos (5,2 pp y 3,9 pp, respectivamente). Con la llegada de la crisis, y la puesta en marcha de medidas contracíclicas, el gasto público creció 7 puntos hasta situarse en el 46,2% a finales de 2009, mientras que los ingresos cayeron hasta el 36,7% del PIB, niveles semejantes a los de mediados de los 80. Como consecuencia de los elevados déficits registrados a comienzos de la crisis la deuda de las administraciones públicas españolas se elevó casi 18 pp del PIB. Aunque el nivel de deuda pública se mantuvo en niveles por debajo del límite del 60% del PIB, el rápido crecimiento del mismo incrementó la presión de los mercados financieros,

por lo que se hizo imprescindible abordar políticas de consolidación fiscal. De esta forma, desde mediados de 2010 se han venido adoptando medidas de ajuste, tanto de recorte del gasto como de incremento de los ingresos, que han tenido resultados desiguales. De esta forma, entre 2009 y 2012 España redujo el déficit público en 4,3 pp del PIB, hasta situarlo en el 6,8%.

Si se analiza el efecto de los estabilizadores automáticos en la evolución del saldo público, en el Gráfico R.2.2 se puede observar cómo la consolidación iniciada a mediados de los 90 estuvo impulsada, fundamentalmente, por el componente cíclico del saldo y por la reducción del gasto en intereses de la deuda. Mientras, el saldo primario (que excluye el pago de intereses) ajustado de ciclo se estabilizó en torno al 2,5%. De la misma forma, el notable incremento del déficit público observado entre 2007 y 2009 se debió tanto a un deterioro del saldo ajustado de ciclo, como a los efectos negativos de la caída de la actividad. Finalmente, desde 2010 el ajuste del saldo estructural está más que compensando el impacto negativo del ciclo y el incremento del gasto por intereses. Con todo, el déficit ajustado de ciclo sigue situándose cercano al 3% del PIB, lo que indica que el camino de consolidación no ha finalizado.

Gráfico R.2.1

España: capacidad / necesidad de financiación de las AA.PP., excluidas las ayudas al sector financiero (% del PIB)

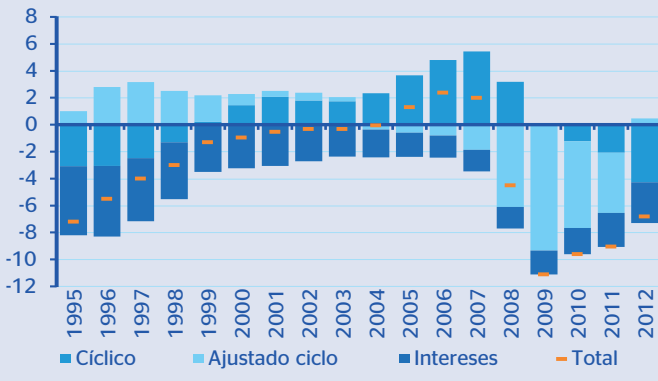


Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

41: Este recuadro es una síntesis de los Observatorios económicos "Gasto e ingresos públicos: expansión, crisis y consolidación" (disponible en: <http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/ketd/esp/index.jsp>) y "Evolución comparada de los ingresos públicos" de próxima publicación.

Gráfico R.2.2

España: descomposición de la capacidad / necesidad de financiación de las AA.PP., excluidas las ayudas al sector financiero (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

El gasto público: ¿en qué nivel?

Tal y como se ha comentado, desde mediados de los 90 el gasto público español se fue reduciendo progresivamente desde el 44,5% del PIB hasta el 38,4% registrado en 2003. Como se puede observar en el Gráfico R.2.3, a esta caída de 6,1 pp contribuyeron prácticamente todas las partidas de gasto, aunque fueron algo más intensas las reducciones del pago por intereses y de las prestaciones sociales. Sin embargo, a partir de 2004 comenzó a registrarse un crecimiento en partidas como la remuneración de asalariados, los consumos intermedios o la inversión. Este incremento más que compensó la reducción continuada del pago de intereses (relacionada con la disminución de los tipos implícitos y la caída del nivel de deuda pública), y de las prestaciones sociales (asociada, en gran medida, a la evolución favorable del mercado de trabajo). Esta evolución del gasto público español contrasta con la observada por la media de la Unión Europea, donde hasta 2007 siguió observándose una contracción del gasto generalizado a todas las partidas.

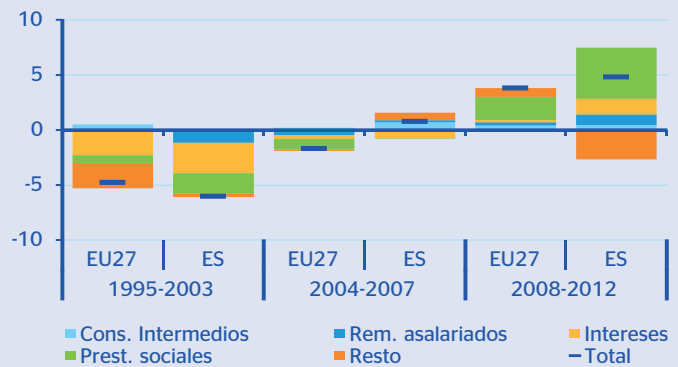
Con todo, el gasto público en España ha permanecido en todo momento por debajo de la media de los países europeos. Incluso con la política expansiva de comienzos de la crisis se mantuvo por debajo de la media europea (51,0% del PIB también en 2009). Asimismo, cuando comenzaron las políticas de consolidación fiscal, el ajuste observado en España ha sido algo más intenso que en la media europea, si bien se ha visto limitado por un crecimiento muy superior de los intereses y de las prestaciones sociales respecto a sus homólogos europeos.

De esta forma, entre 1995 y 2007, el gasto público en España fue convergiendo hacia niveles similares a los registrados en otros países europeos, si bien se observa cierta diferencia en el proceso de ajuste. En dicho período más del 60% de la reducción del gasto observada en España provino del gasto en intereses, cuando en Europa la caída de los intereses supuso algo menos de un 40% del ajuste total registrado. Como consecuencia, el gasto primario en España se redujo 1,8 puntos, mientras que en media los países europeos lo hicieron en torno a 4,1 pp del PIB. Con la crisis el ajuste en el gasto primario entre 2008 y 2012 ha sido relativamente mayor en España que en Europa, reduciéndose hasta el 40,9% y el 46,4% del PIB, respectivamente.

Sin embargo, pese a que el gasto público español ha convergido, sobre todo durante la crisis económica, hacia niveles similares a los que se observan en otros países europeos, no significa que no haya que implicar al gasto en el necesario proceso de reducción del déficit público. Sigue siendo necesario abordar un proceso de transformación de la composición del gasto público que incremente la eficiencia de las administraciones públicas.

Gráfico R.2.3

UE: variación de los empleos no financieros (puntos porcentuales del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

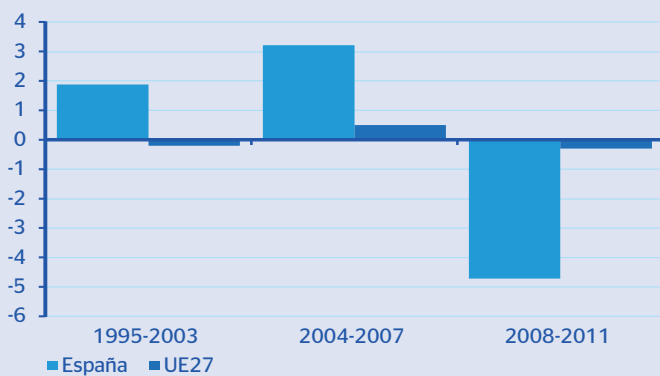
Crecimiento de los ingresos públicos por encima de su potencial

La crisis económica vino a interrumpir el aumento de los ingresos públicos españoles iniciado a principios de la década de los 80 del siglo pasado, que estuvo impulsado por los ingresos tributarios (incluidos los de la Seguridad Social). De esta forma, los recursos impositivos en España han pasado de situarse en torno al 33% del PIB en 1995, a superar el 38% a finales de 2007, niveles todavía inferiores al promedio de la Unión Europea (40% del PIB).

El Gráfico R.2.4 evidencia que en una primera etapa (1995-2003) los recursos tributarios españoles crecieron 1,9 pp del PIB para después estabilizarse alrededor del 35% del PIB, reduciendo el diferencial respecto a la media de los países de la UEM (39,8%). Una segunda etapa (2004-2007) estuvo marcada por una **fuerte expansión de los ingresos tributarios españoles**, que elevó los recursos en más de tres puntos porcentuales del PIB. Finalmente, una vez sobrevenida la crisis económica, **los ingresos tributarios españoles se desplomaron entre 2008 y 2009**, de forma mucho más intensa que en el conjunto de la Unión Europea (con una disminución de 5,8 pp y 0,7 pp del PIB, respectivamente). Asimismo, mientras que a partir de 2010 la caída de los ingresos tributarios se estabilizó en el conjunto de la Unión, en España, tras una breve recuperación por el impacto de las primeras medidas de consolidación fiscal, volvieron a caer en 2011 hasta situarse en niveles de principios de los noventa.

Gráfico R.2.4

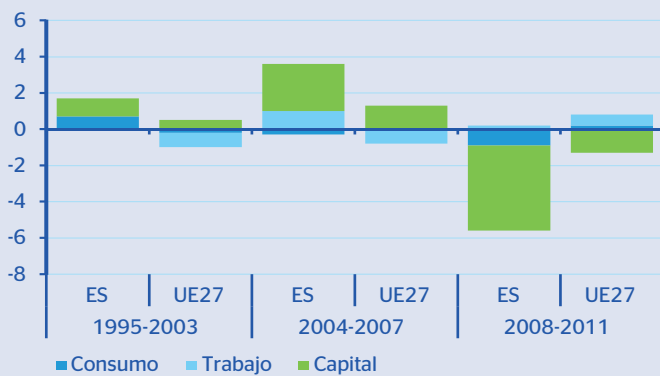
UE: variación de los recursos tributarios
Puntos porcentuales del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP y Eurostat

Gráfico R.2.5

UE: variación de los recursos tributarios, según la naturaleza de la base imponible
Puntos porcentuales del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Dicha evolución se puede explicar atendiendo a la **estructura impositiva**. Específicamente, los ingresos pueden clasificarse según la naturaleza de su base imponible. En España, la participación de los impuestos sobre el trabajo (que incluye las cotizaciones sociales) y el consumo en el total de ingresos tributarios ha venido siendo algo menor que en el promedio de la Unión Europea. Por el contrario el peso de los impuestos sobre el capital siempre ha sido algo mayor. Sin embargo, la evolución de los mismos ha sido nuevamente diferente.

Durante el periodo de expansión y hasta 2007, la recaudación de los impuestos sobre el consumo en España se incrementó ligeramente, mientras que en la media de los países de la Unión Europea permaneció prácticamente estable. Todo ello estuvo acompañado de un incremento del tipo implícito sobre el consumo en España y de un ligero descenso del mismo en la media de la UE. **La crisis afectó con especial intensidad a la recaudación de los impuestos sobre el consumo**. Desde 2007 se observó una caída generalizada, y más intensa en España, tanto de los ingresos como de los tipos implícitos. Las medidas de consolidación fiscal y las subidas de los tipos del IVA aprobadas desde 2009, desencadenaron un rápido incremento del tipo implícito tanto en España como en la media de la UE. Esta subida de los tipos implícitos es lo que explica el incremento de los recursos del consumo de los últimos años, 1,1 pp en España y 0,5 pp en la media de la UE (véanse los Gráficos R.2.5 y R.2.6). Con todo, **y pese a que los tipos implícitos están convergiendo a la media europea, los recursos de la imposición sobre el consumo siguen siendo menores en España que en los países de su entorno, y representan una menor proporción del total de sus ingresos**.

Por su parte, **la evolución de la carga fiscal sobre el trabajo se ha caracterizado por su estabilidad** en torno al 16% del PIB en España y ligeramente por debajo del 20% en la media de los países de la Unión Europea. Si bien, han presentado una evolución divergente en los primeros años del siglo. Mientras que en el entorno europeo la tendencia se dirigía a reducir la carga asociada al trabajo, en España se incrementaba levemente. **La crisis vino a interrumpir esta dinámica de este tipo de imposición observándose, desde 2009, un incremento generalizado en los impuestos sobre el trabajo** (véase el Gráfico R.2.5). Esta evolución se observó en un contexto en el que los tipos implícitos del trabajo de los países europeos registraban una senda ligeramente decreciente, mientras que en España se advertía un incremento constante de los mismos hasta 2009 (véase el Gráfico R.2.6). Desde entonces ambas geografías presentan una tendencia creciente de los tipos implícitos, más acusada incluso que en el periodo pre crisis. Con todo, **el tipo implícito del trabajo de España ha permanecido**

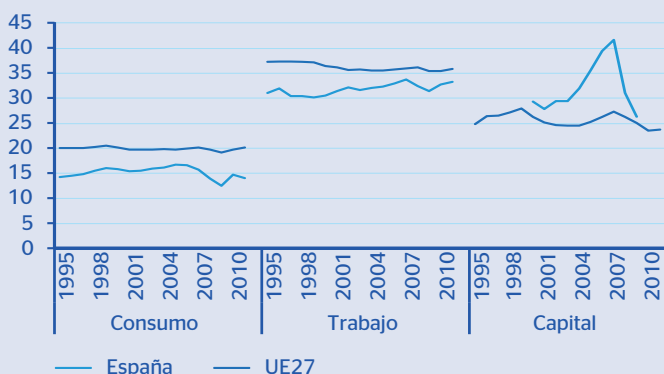
El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

en todo momento por debajo de la media europea. En consecuencia, la recaudación de los impuestos sobre el trabajo ha sido comparativamente menor.

La evolución de los ingresos procedentes de los impuestos sobre capital ha sido muy diferente en España respecto a los países de la Unión Europea. Si bien en los últimos años de la década de los noventa la carga fiscal sobre el capital creció tanto en España como en la media europea, desde principios de los años 2000 y hasta el comienzo de la crisis, el incremento de la ratio en España fue muy superior al de la media europea (2.4 pp del PIB frente a 0,4 puntos, respectivamente). Con la llegada de la crisis, los ingresos impositivos del capital cayeron rápidamente en España desde el 11,3% del PIB registrado en 2007 hasta el 6,6% en 2012, y se situaron en niveles inferiores a los observados a mediados de la década de los noventa. Esta evolución de los tributos sobre el capital se observa igualmente en los tipos implícitos, que tras el fuerte incremento registrado desde principios de los 2000, experimentaron una intensa caída desde el 41,6% de 2007 hasta aproximadamente el 23,3% de 2011⁴² (véanse los Gráficos R.2.5 y R.2.6).

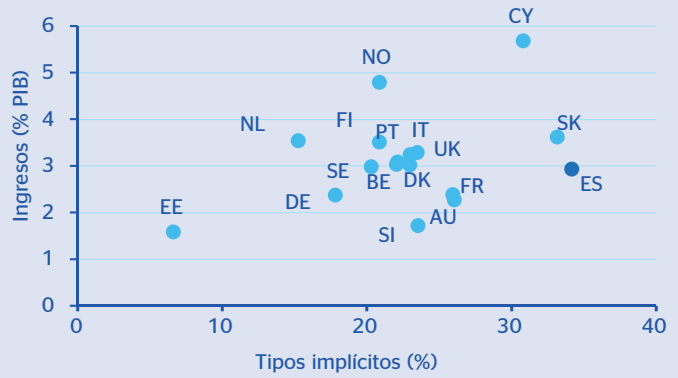
La evidencia mostrada en el Gráfico R.2.7 pone de manifiesto que la recaudación obtenida por dichos impuestos se habría situado en promedio por debajo del nivel que le correspondería según el tipo implícito observado. Dado que los tipos nominales del capital, pese a las rebajas de los años, siguen situándose entre los más elevados del entorno europeo, esto podría estar revelando algún tipo de ineficiencia en el impuesto.

Gráfico R.2.6
UE: tipos implícitos por naturaleza de la base imponible (En porcentaje)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

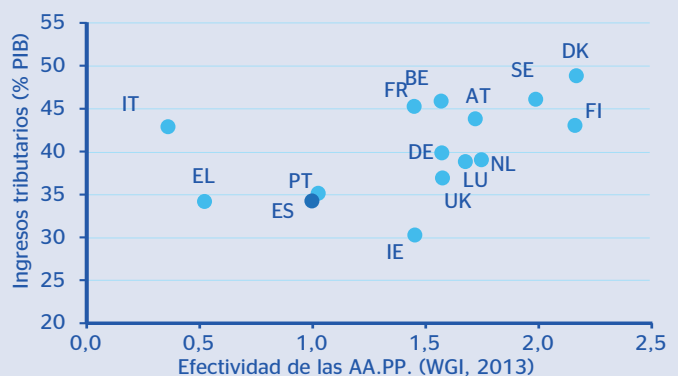
Gráfico R.2.7
UE: impuestos sobre el capital, rentas empresariales. Promedio 1995-2011 (Porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Junto a todo ello, la información disponible sobre la eficiencia del gasto público, como la que presenta el proyecto Worldwide Governance Indicators (WGI)⁴³, muestra que el nivel de eficiencia de las administraciones públicas españolas es inferior a buena parte de otros países europeos con un tamaño de sector público semejante al de España (véase el Gráfico R.2.8). En esta situación, hasta que no se lleven a cabo las reformas necesarias para incrementar la eficiencia de las administraciones públicas, será difícil observar un proceso de convergencia hacia la presión fiscal de otros países del entorno europeo con sectores públicos más consolidados.

Gráfico R.2.8
UE: tamaño del sector público y efectividad de las AA.PP. Promedio 2007-2012



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat y World Bank

42: Dato estimado a partir de la ratio de ingresos de capital sobre PIB y la base imponible del capital publicada en el *Box 2: Capital tax base, del Taxation trend in the European Union, 2013*. A la hora de interpretar los tipos implícitos sobre el capital conviene tener en cuenta que en la fase de expansión previa a la crisis económica se observó un auge de los mercados de capitales a lo largo de toda la UE, que incrementaron notablemente los recursos impositivos de las ganancias de capital. Puesto que dichas ganancias no se incluyen en el denominador utilizado para el cálculo de los tipos implícitos del capital, pueden estar sobreestimando la carga fiscal efectiva de los impuestos sobre el capital. Esto lo que puede estar detrás del notable incremento de los tipos implícitos observados en España.

43: El WGI es un proyecto del Banco Mundial que trata de medir la calidad de la gobernanza de los países mediante una encuesta a un gran número de empresas, ciudadanos y expertos de 215 países tanto industrializados como en vías de desarrollo. La calidad de la gobernabilidad se analiza en torno a seis grandes áreas: participación y rendición de cuentas, estabilidad política y ausencia de violencia, calidad regulatoria, estado de derecho, control de la corrupción y eficiencia de las administraciones públicas. Con esta última, se mide la calidad de los servicios públicos, la capacidad e independencia de los funcionarios públicos y la calidad en la formulación de políticas públicas. Para más información véase <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.asp>.

Conclusiones

El proceso de consolidación fiscal anterior a 2007 fue intenso y tuvo como efecto una disminución del déficit que permitió reducir la deuda pública y ampliar el margen de actuación de las administraciones públicas.

Sin embargo, una parte importante del ajuste por el lado del gasto se debió a la fuerte disminución del pago por intereses de la deuda. Por el lado de los ingresos, un aumento del PIB por encima del potencial explicó primero su estabilización en niveles cercanos al 38% del PIB y, entre 2003 y 2007, su crecimiento hasta alcanzar el 41,1%. Con la crisis económica, los ingresos públicos se redujeron notablemente hasta situarse en el 36,3% del PIB en 2012.

Tras cinco años de crisis, la economía española se enfrenta al reto de continuar reduciendo el déficit público, estabilizar la deuda y eventualmente disminuirla. Para ello, razones de política económica aconsejan que a corto plazo se aborde una reducción del gasto público que mejore la eficiencia de las administraciones públicas. Posteriormente, **cuando se haya constatado dicha mejora se estará en condiciones de aumentar el tamaño del sector público mediante aumentos impositivos.** No debe olvidarse que el tamaño del sector público es resultado tanto de las preferencias sociales, como de la eficiencia en la gobernanza de los distintos niveles de las administraciones públicas, de la calidad institucional, del diseño de impuestos, del nivel de evasión fiscal, de la efectividad de las políticas de gasto, etc. Cuanto mayor sea la eficiencia, mayor será la predisposición social para ir aumentando paulatinamente la presión fiscal si lo que se desea es un sector público de dimensiones similares a las que se observan en algunos países del norte de Europa. En todo caso, **esta mejora de la eficiencia del sector público es un proceso que llevará bastante tiempo,** y por ello, no es previsible que ni a corto y ni a medio plazo se observe dicha convergencia.

En definitiva, la economía española se encamina a niveles de gasto por debajo de lo que se observa en otros países de su entorno, si no de forma permanente sí, al menos, durante un periodo prolongado de tiempo. La estabilidad y solvencia de las finanzas públicas, por tanto, requerirá:

- **Incrementar la eficiencia recaudatoria de los ingresos públicos,** manteniendo o incluso reduciendo, en la medida de lo posible, los tipos impositivos teóricos y ampliando las bases imponibles.
- **Articular una estructura fiscal más transparente, simple y eficiente, que promueva el crecimiento económico.**
- **Reducir el peso del gasto público sobre el PIB a niveles cercanos al 38%,** como el observado en los ingresos públicos entre 1995 y 2003, para garantizar la estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo.
- **Mejorar la transparencia y eficiencia de las políticas de gasto en los distintos niveles de las administraciones públicas, y evaluar sus resultados.**

Referencias bibliográficas

European Union (2013): "Taxation trends in European Union. 2013 edition (http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/).

Kaufmann, D., Kraay, A., y Mastruzzi, M. (2010): "The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues". World Bank Policy Research Working Paper No. 5430. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=168213>.

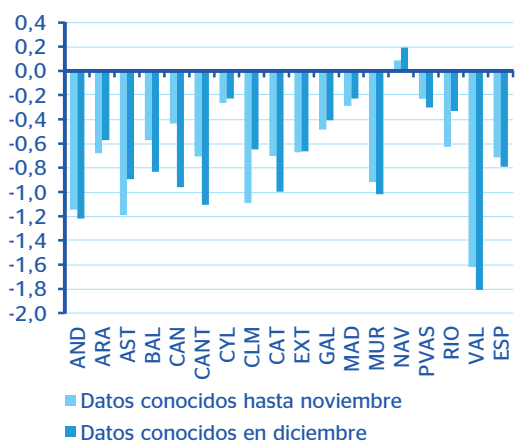
OECD (2010), "Growth-oriented tax policy reform recommendations", in Tax policy Reform and economic growth, OECD publishing (<http://dx.doi.org/10.1787/9789264091085-3-en>).

5. Coyuntura regional: hacia la recuperación de la demanda interna

Durante los últimos tres meses, se han observado cambios en los datos de actividad de las distintas comunidades autónomas y novedades respecto al escenario precedente que justifican una revisión en las perspectivas de algunas regiones, a pesar de que para el conjunto las previsiones de caída en 2013 y recuperación en 2014 y 2015 se mantienen relativamente inalteradas. En particular, a corto plazo se perciben tres tipos de sesgos sobre la actividad regional: el producido por la revisión en la Contabilidad Regional del INE (CRE), el que introduce la información coyuntural conocida desde el cierre de la publicación anterior, y el derivado de una política fiscal diferente a la prevista hace tres meses. Hacia 2014 y 2015, las CC. AA. continuarán dependiendo de las exportaciones (tanto de bienes como de servicios) para generar crecimiento. Sin embargo, el diferente grado de avance en la corrección de los desequilibrios acumulados antes y durante de la crisis, hará que la aportación negativa de la inversión residencial y del gasto público a la demanda interna se reduzca, e incluso pueda tornarse positiva en algunas regiones.

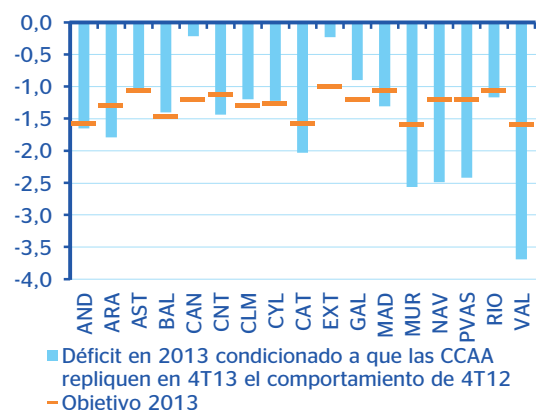
La revisión de la CRE incluye dos cambios: la ampliación de la longitud temporal de la información disponible con base 2008 y la actualización de los datos del periodo 2010-2012, haciéndolos compatibles con los cambios observados en la Contabilidad Trimestral de España (CNTR)⁴⁴. El primero supone disponer de series homogéneas desde el año 2000 hasta 2012, frente a los enlaces utilizados anteriormente para los datos previos a 2008. Esto afecta a la información utilizada por los modelos y tiene un **impacto relevante en algunas comunidades**⁴⁵. La actualización de la información referente a los años 2010 hasta 2012 muestra también cambios relevantes en el comportamiento de algunas comunidades en esos años, tanto en la tasa media de crecimiento (véase el Gráfico 5.1) como en el perfil del mismo, siendo las más afectadas Cantabria, Canarias, Cataluña y la Comunitat Valenciana (a la baja) y el Principado de Asturias y Castilla-La Mancha (al alza). En cuanto al perfil de comportamiento, la variación más significativa tiene lugar en Illes Balears, que se traduce en una revisión a la baja de su crecimiento en 2012 (en 6 décimas hasta el 1%), lo que condiciona negativamente sus previsiones de 2013.

Gráfico 5.1
Crecimiento medio anual del PIB en 2008-2012 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 5.2
Estimación de la desviación del déficit autonómico en 2013 (% sobre PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de Minhap

44: La revisión más destacable de la CNTR se produjo en el mes de agosto con la publicación de nuevas sendas de comportamiento de la economía española en 2011 y 2012 (véase Situación España, noviembre 2013, disponible aquí: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1308_Situacionespana_tcm346-398662.pdf?ts=522014). Las series de Contabilidad Regional consistentes con el nuevo perfil de la economía española no fueron publicadas hasta el 27 de diciembre de 2013.

45: Los nuevos datos presentan, además, importantes diferencias con los publicados en el mes de marzo. Los casos más notables se detectan en País Vasco y Cantabria (en negativo) y Castilla-La Mancha (en positivo).

El segundo sesgo relevante sobre la actividad en la última parte de 2013 tiene origen en una mejora de la economía española algo superior a la que se esperaba hace tres meses, y que da lugar a una revisión de una décima al alza en la evolución del PIB en 2013 (hasta el -1,2%). Lo anterior se traduce en una **mejora generalizada del comportamiento en la mayoría de las comunidades autónomas. Con todo, continúan observándose diferencias en la velocidad con la que cada una de ellas se está recuperando. Así, Andalucía, Illes Balears, Castilla-La Mancha, Cataluña, Galicia, País Vasco, y la Comunitat Valenciana** presentan un sesgo **ligeramente más optimista del que se tenía en noviembre**. Por un lado, el turismo (con buenos datos en la parte final del año) ha afectado positivamente a las comunidades con más dependencia de esta actividad, lo que ha impactado en las cifras del mercado laboral. El dinamismo de las exportaciones de bienes, en cambio, habría beneficiado en mayor medida a Castilla-La Mancha, Galicia y País Vasco. En el lado contrario, la demanda interna y las exportaciones de bienes mostrarían una desaceleración superior a la que se esperaba en Extremadura y en Madrid. Aunque esta última podría haberse beneficiado de una recuperación del turismo en la última parte del año, lo que también habría ocurrido, en menor medida, en La Rioja.

El tercer sesgo sobre las previsiones de 2013 viene dado por el distinto comportamiento de las administraciones autonómicas y los indicios de relajación en el cumplimiento del objetivo de déficit en la última parte del año. **Las previsiones realizadas hace un trimestre⁴⁶ contemplaban que, una vez aprobados los déficits asimétricos, las administraciones territoriales realizarían los esfuerzos pertinentes para alcanzar sus objetivos en el segundo semestre del año.** Los datos del tercer trimestre muestran que, en algunos casos, los avances son claramente insuficientes para alcanzar el objetivo, máxime si se tiene en cuenta que en 2012 se implantaron una serie de medidas excepcionales (como la supresión de la paga extraordinaria a los trabajadores del sector público) que no se han reproducido en 2013, y que tampoco se han visto reemplazadas por actuaciones con un impacto similar. **Un escenario conservador, en el que las comunidades autónomas se hubieran comportado en el último trimestre de 2013 como en el mismo periodo de 2012, daría lugar al incumplimiento del objetivo por parte de ocho comunidades autónomas** (véase el Gráfico 5.2). El retraso en la consolidación de las cuentas públicas autonómicas supone un cambio en el impulso fiscal esperado en la parte final de 2013 en algunas de ellas. En concreto, Aragón, Castilla-La Mancha, Cataluña, Madrid, Murcia, País Vasco, Navarra y la Comunitat Valenciana podrían ver ligeramente incrementado su PIB en el cuarto trimestre de 2013 como consecuencia de esa relajación, incluso aunque no todas ellas incurran, como consecuencia de este comportamiento, en un incumplimiento del objetivo⁴⁷. Si esto se produce, **supone trasladar el esfuerzo hacia 2014 y prorrogar, por tanto, la contribución negativa del sector público al crecimiento.**

El Cuadro 5.1 resume la información que afecta a la revisión de previsiones del año 2013. La columna "Sesgo CRE" refleja todos los cambios derivados de las modificaciones en la CRE y en la CNTR. La columna "Sesgo fiscal" recoge la variación de éste frente a lo esperado hace un trimestre, y la de "nueva información" muestra el efecto de introducir la nueva información disponible⁴⁸.

46: En aquel momento, se disponía de información sobre las cuentas autonómicas hasta el segundo trimestre de 2013.

47: En el momento de cierre de esta publicación, algunas comunidades han anunciado el cumplimiento de su objetivo de déficit. Sería el caso de Madrid o de Andalucía (1,1% y 1,6% del PIB regional, respectivamente). En las comunidades del Mediterráneo, en cambio, el incumplimiento parece más probable.

48: La información publicada por Datacomex (Ministerio de Economía y Competitividad) ha sido revisada, como cada año, al incorporar la información definitiva de 2011 y 2012. Ello ha dado lugar a cambios en el perfil de comportamiento de estos indicadores.

Cuadro 5.1

Crecimiento de 2013 por CC. AA. (%). Justificación de los cambios

	Previsión realizada en noviembre	Sesgo CRE	Sesgo fiscal	Nueva información	Previsión febrero
Andalucía	-1,6				-1,4
Aragón	-1,4				-1,3
Asturias	-1,6				-1,4
Balears	0,0				-0,2
Canarias	-0,7				-0,4
Cantabria	-1,7				-1,2
Castilla y León	-1,5				-1,3
Castilla-La Mancha	-1,7				-1,4
Cataluña	-1,3				-1,1
Extremadura	-0,8				-1,1
Galicia	-1,3				-1,0
Madrid	-1,1				-1,2
Murcia	-1,5				-1,2
Navarra	-1,5				-1,5
País Vasco	-1,2				-0,9
Rioja (La)	-1,3				-1,1
C. Valenciana	-1,8				-1,5
España	-1,3				-1,2

(*)  Un color verde supone un sesgo al alza.  Un color naranja (naranja oscuro) supone un sesgo a la baja (más intenso).

(II) Sesgo CRE + Sesgo fiscal + Sesgo nueva información.

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

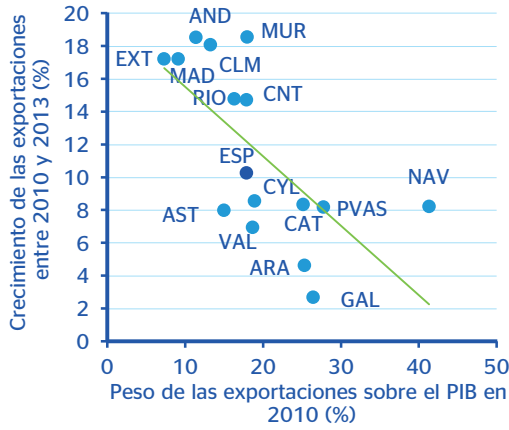
En 2014 y 2015, el mayor dinamismo de las economías europeas favorecerá que las exportaciones continúen mejorando. Al igual que se ha observado en años anteriores, las comunidades con un menor peso de las exportaciones son las que más han incrementado las ventas exteriores en términos reales (véase el Gráfico 5.3), lo que se ha visto apoyado por su avance en la diversificación de las exportaciones (véase el Recuadro 3).

Además, el turismo exterior podría continuar mejorando, apoyado tanto en la recuperación económica de los países de origen como en las dificultades políticas y el clima de inseguridad en algunos países competidores. Esto podría favorecer crecimientos adicionales del turismo extranjero en las comunidades más orientadas a éste (Balears, Canarias y Cataluña). En aquellas más centradas en el turismo interior, el ajuste de los precios hoteleros a lo largo de la crisis ha sido mayor, lo que ha facilitado que la afluencia de visitantes residentes en España se recupere en el último año (véase el Gráfico 5.4). La recuperación de la demanda interna española, por tanto, podría continuar dirigiéndose hacia estos mercados si el proceso de ajuste en los precios continúa⁴⁹. Dada la relevancia de la actividad turística en el PIB regional, ello podría suponer un impulso adicional para las economías de Murcia y Aragón.

49: En los periodos de temporada alta, el grado de ocupación hotelera en las comunidades con mayor orientación al exterior (Balears, Canarias y Cataluña) alcanzó máximos en 2013, por lo que una nueva aceleración del turismo exterior podría reducir las presiones a la baja en los precios en estas regiones.

Gráfico 5.3

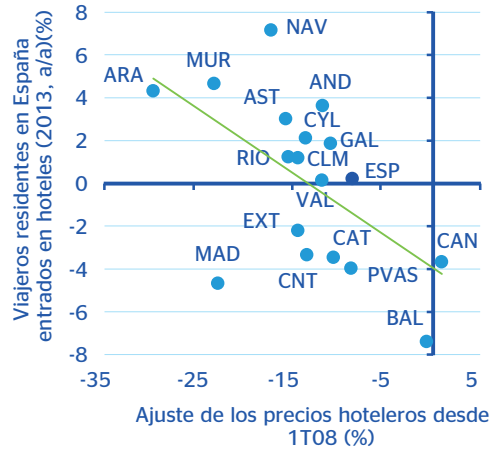
Peso en el PIB y crecimiento real de las exportaciones (*)



*Excluidos Balears y Canarias.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y MINHAP

Gráfico 5.4

Turismo de los residentes en España

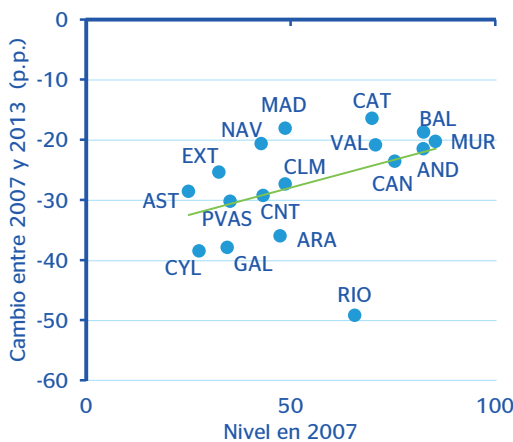


Fuente: BBVA Research a partir de INE

En el mercado interno, la corrección de los desequilibrios seguirá marcando parte de las diferencias en el comportamiento de las comunidades, aunque ya con menor intensidad que en años anteriores. En este punto, **dos cuestiones siguen siendo relevantes: el grado de endeudamiento del sector privado y la necesidad de consolidación fiscal adicional en el sector público autonómico.** Respecto a la primera, **las comunidades con un menor nivel de endeudamiento de familias y empresas al inicio de la crisis son las que más rápidamente han logrado corregir la situación** (véase el Gráfico 5.5). Ello abre, por tanto, la posibilidad de que su demanda interna se vea menos constreñida por la carga financiera de la deuda; por el contrario, las comunidades del arco Mediterráneo, Madrid y Navarra son las que podrían verse afectadas en mayor medida por esta restricción. **Por el lado fiscal, mientras que en algunas autonomías el esfuerzo de consolidación puede darse prácticamente por finalizado, en otras todavía deben realizarse ajustes importantes** (véase el Gráfico 5.6), tanto por el incumplimiento del objetivo de déficit en 2013 como por el nivel de deuda, lejos aún del límite marcado para 2020 (13% del PIB regional). Si se asumen los supuestos de comportamiento del déficit planteados para 2013, la distancia al objetivo en 2014 sería la representada en el Gráfico 5.6. **Nuevamente, las comunidades del Mediterráneo volverían a ser las más afectadas,** en este caso junto con las forales.

Gráfico 5.5

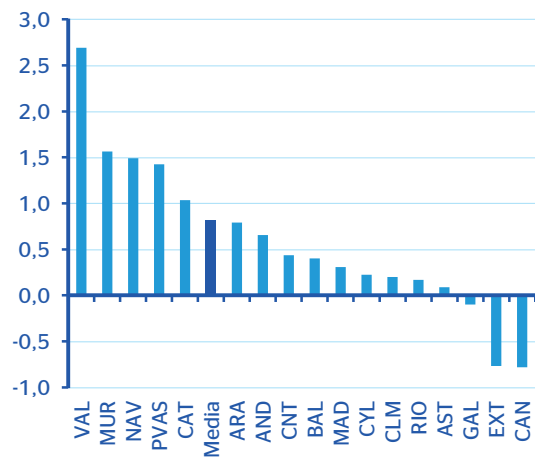
Cambio en la ratio de apalancamiento de Otros Sectores Residentes (OSR) (saldo neto entre crédito y depósitos a OSR, como % del PIB nominal)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE

Gráfico 5.6

Esfuerzo fiscal a realizar por las CC. AA. para cumplir el objetivo de déficit en 2014 (previsión con datos de déficit autonómico a 3T13) (% sobre PIB)



Fuente: BBVA Research

Además de los sesgos ya mencionados, **la corrección del sector inmobiliario se encuentra avanzada y la inversión residencial debería comenzar a dejar de contribuir negativamente al crecimiento en la mayoría de las regiones. El ajuste se muestra más adelantado en Madrid, Navarra, Cantabria y Extremadura** donde el stock de vivienda pendiente de venta se sitúa cerca del nivel friccional. La recuperación de la actividad económica podría venir acompañada de un resurgimiento de la demanda de vivienda, lo que supondría una recuperación de la actividad constructora. En Madrid y Navarra, los precios de la vivienda, en términos reales, acumulan ya tres trimestres de crecimiento. Esta misma situación también se observa en **Canarias y Balears, apoyada por una recuperación de la demanda de extranjeros que también se registra en las comunidades mediterráneas, lo que** podría contribuir a acelerar la corrección de la sobreoferta. En el lado opuesto, **la elevada sobreoferta en La Rioja y Castilla-La Mancha se combina con una práctica ausencia de demanda extranjera**, por lo que la recuperación de estos mercados dependerá, en exclusiva, de la capacidad de compra de los demandantes locales y podría verse retrasada.

En suma, se mantienen las perspectivas de una recuperación moderada, donde la heterogeneidad entre las economías regionales se mantendrá, impulsada por la exposición de las distintas comunidades autónomas a la recuperación de la demanda externa y por el grado de corrección de los desequilibrios internos. Algunas comunidades han avanzado en su apertura externa y en la reducción de los excesos que acumularon en el pasado. Otras, sin embargo, continuarán lastradas por una demanda interna afectada por elevados niveles de endeudamiento y una baja exposición a las exportaciones.

Cuadro 5.2

Crecimiento de 2014 por CC. AA. (%). Justificación de los cambios

Cuadro resumen: sesgos sobre la previsión en 2014

	Previsión SIT ESP Noviembre	Sesgo por modelos y cambios en la información		Previsión en febrero
		Sesgo fiscal		
Andalucía	0,6			1,0
Aragón	1,0			0,9
Asturias	1,0			0,4
Balears	1,3			1,1
Canarias	1,0			1,5
Cantabria	0,4			0,7
Castilla y León	1,3			1,2
Castilla-La Mancha	1,0			1,1
Cataluña	0,6			0,6
Extremadura	0,9			1,2
Galicia	1,3			1,5
Madrid	1,5			1,4
Murcia	0,3			0,1
Navarra	1,0			1,1
País Vasco	1,0			0,8
Rioja (La)	1,2			1,2
C. Valenciana	0,2			0,4
España	0,9			0,9

(*)  Un color verde supone un sesgo al alza.  Un color naranja (naranja oscuro) supone un sesgo a la baja (más intenso).

(*) El sesgo por modelos incluye los efectos por los cambios en la CRE y la nueva información disponible

El sesgo fiscal refleja el cambio en el esfuerzo fiscal para 2014 frente a lo esperado hace 3 meses

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.3

Crecimiento del PIB(%)

Comunidad Autónoma	Previsiones				
	2011	2012	2013(e)	2014(p)	2015(p)
Andalucía	0,2	-2,1	-1,4	1,0	1,7
Aragón	-0,2	-1,9	-1,3	0,9	2,0
Asturias	0,4	-2,1	-1,4	0,4	1,3
Baleares	1,0	-0,8	-0,2	1,1	1,5
Canarias	0,4	-1,4	-0,4	1,5	2,1
Cantabria	-0,8	-0,9	-1,2	0,7	1,6
Castilla y León	1,1	-2,0	-1,3	1,2	1,9
Castilla-La Mancha	0,1	-3,1	-1,4	1,1	2,3
Cataluña	-0,4	-1,3	-1,1	0,6	1,5
Extremadura	-0,9	-2,8	-1,1	1,2	1,9
Galicia	-0,5	-0,9	-1,0	1,5	2,6
Madrid	0,7	-1,6	-1,2	1,4	2,4
Murcia	-1,0	-2,0	-1,2	0,1	2,0
Navarra	1,4	-1,6	-1,5	1,1	2,1
País Vasco	0,2	-1,3	-0,9	0,8	1,6
La Rioja	0,9	-2,0	-1,1	1,2	2,3
C. Valenciana	-1,1	-1,6	-1,5	0,4	1,4
España	0,1	-1,6	-1,2	0,9	1,9

(e): estimación.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Recuadro 3. La diversificación de las exportaciones como factor explicativo del crecimiento regional

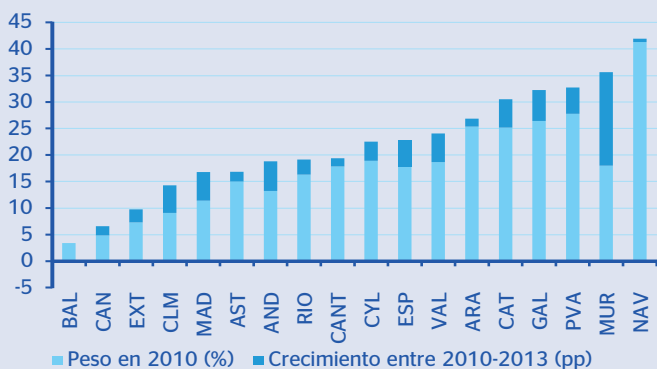
La importancia de la diversificación exportadora

Desde que tocaran suelo en 2009, las exportaciones españolas de bienes han aumentado a un ritmo interanual promedio de 8,8%, cifra que, previsiblemente, permitirá que en 2013 se sitúen un 33% por encima de su nivel de 2009. Esto ha permitido que, en un entorno de fuerte contracción de la demanda interna, el dinamismo de las exportaciones se haya convertido en el único componente de la demanda final que ha contribuido positivamente al crecimiento desde 2010. Además, a diferencia de lo ocurrido durante el ciclo expansivo precedente, el crecimiento de las exportaciones regionales ha tenido lugar en un contexto de crisis económica global en la que la demanda de los socios comerciales tradicionales, especialmente los países europeos, se ha visto significativamente afectada.

A nivel regional, pese a que la evolución del sector exterior no ha sido homogénea, la contribución de las exportaciones de bienes⁵⁰ al crecimiento económico ha aumentado de manera significativa en la mayoría de las comunidades autónomas. En consecuencia, su peso en el PIB ha crecido hasta superar el 20% en promedio (véase el Gráfico R.3.1). Este crecimiento ha sido menos relevante en las regiones insulares, más enfocadas hacia las exportaciones de servicios, especialmente turísticos.

Gráfico R.3.1

Evolución del peso de las exportaciones de bienes sobre el PIB de las CC. AA.



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Los esfuerzos en la reducción de costes laborales, las mejoras en la productividad y la estrategia de diversificación de las exportaciones españolas hacia mercados emergentes se han configurado como los pilares del crecimiento del sector⁵¹, y lo han convertido en el principal elemento dinamizador de la actividad económica⁵². Esto ha permitido mantener un diferencial positivo de la cuota exportadora frente al resto de países desarrollados⁵³.

En este contexto, este recuadro analiza los efectos de la diversificación geográfica y de producto sobre el comportamiento de las exportaciones de bienes de cada comunidad autónoma y su posible repercusión sobre el crecimiento del PIB per cápita regional (PIBpc en adelante). En particular, la relevancia de la diversificación exportadora se debe a dos aspectos fundamentales: el efecto cartera (la volatilidad de las exportaciones disminuye a medida que aumentan el número de países de destino y la gama de productos) y los efectos dinamizadores explicados por las externalidades positivas de pertenecer a un mercado global y competitivo⁵⁴.

Siguiendo la metodología propuesta por Samen (2010), se ha estimado un modelo con datos de panel en tres etapas. En primer lugar, se implementa una metodología para medir el grado de diversificación por CC. AA. y se estima un modelo para determinar su efecto en el crecimiento de las exportaciones⁵⁵. El segundo paso consiste en estimar la contribución de las exportaciones al crecimiento del PIBpc. Por último, una vez comprobadas las anteriores relaciones, se aísla el efecto de la diversificación del componente exportador para analizar su impacto sobre el crecimiento del PIBpc.

Los principales resultados que se desprenden del recuadro se pueden resumir en los siguientes puntos:

1. Las CC. AA. han llevado a cabo un proceso de diversificación de las exportaciones que se ha visto acentuado en los últimos 4 años, lo que ha permitido un crecimiento robusto de las mismas pese al deterioro de la demanda de los socios comerciales tradicionales.
2. El crecimiento de las exportaciones es un factor determinante de la evolución del PIBpc regional.

50: Las restricciones de datos de exportaciones de servicios a nivel regional implican que el análisis se limite a exportaciones de bienes.

51: Véase IMF (2013).

52: En el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2013 se examinan los hechos estilizados de la economía española, donde se constata el carácter adelantado de las exportaciones respecto al ciclo económico. Véase http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1311_Situacionespana_tcm346-410394.pdf?ts=2812014.

53: Véase BBVA Research (2012).

54: Véanse Ghosh y Ostry (1994) y Amin Gutierrez de Pineres y Ferrantino (2000), entre otros.

55: En línea con Gordo y Tello (2011), que estiman un modelo de exportaciones para las cuatro grandes economías de la zona del euro en el periodo 2000-2009.

3. **La diversificación de las exportaciones ha contribuido, en promedio, en 20 pb al crecimiento anual de la renta per cápita regional en los últimos 17 años.** Esta contribución se traduce en un **12% del crecimiento acumulado.**

El presente análisis se diferencia en tres aspectos de los estudios empíricos precedentes. En primer lugar, se amplía el ámbito temporal, tomando una muestra anual de 1995 a 2012, frente a Gordo y Tello (2013) que analiza el periodo 2000-2009. En segundo lugar, se extiende la muestra a las 17 CC. AA. a diferencia de Cuadras y Puig (2008), que analizan la evolución de las exportaciones de Cataluña, Madrid, País Vasco, Valencia, Andalucía y Galicia a través de los márgenes extensivo e intensivo⁵⁶. Por último, el estudio de los efectos de la diversificación sobre el crecimiento del PIB per cápita no ha sido abordado hasta este momento para el conjunto de las regiones españolas, si bien sí ha sido estudiado desde el punto de vista de los países de la zona euro (Al-Marhubi, 2013) así como en los países emergentes (Lederman y Maloney, 2007), con resultados similares a los expuestos en este recuadro.

Metodología de la estimación

PASO 1: ¿La diversificación determina el comportamiento de las exportaciones?

Para determinar el grado de diversificación de las exportaciones de bienes por destino y por producto se utiliza uno de los indicadores más habituales de medición de la complejidad exportadora: el índice de Herfindal-Hirschman (HHI en adelante):

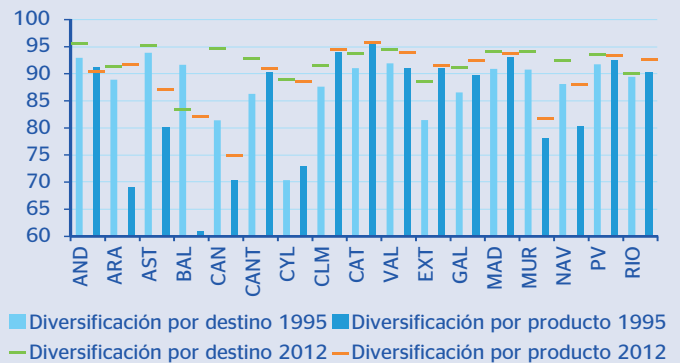
$$HHI_{destino}(k) = \sum_{(i=0)}^n \left(\frac{D_{k,i}}{\sum_{(i=0)}^n D_{k,i}} \right)^2$$

$$HHI_{producto}(k) = \sum_{(j=0)}^n \left(\frac{P_{k,j}}{\sum_{(j=0)}^n P_{k,j}} \right)^2$$

donde $D_{k,i}$ es el valor total de las exportaciones nominales de la comunidad autónoma k a un país i, y $P_{k,j}$ es el total de exportaciones nominales de la comunidad autónoma k de un producto j^{57} . Por construcción, estos índices, que miden la dispersión del comercio internacional de una economía a través de las cuotas exportadoras, son crecientes con el grado de concentración de las ventas al exterior. Para facilitar el análisis se normalizan, con el propósito de acotarlos entre 0 y 100⁵⁸, y se transforman, tal y como propone Agosin (2009), de manera que expresen diversificación y no concentración: $HHI^* = (100 - HHI)$.

En el Gráfico R.3.2 se puede apreciar un aumento generalizado de la diversificación por destino desde mediados de los 90, donde destacan regiones como Castilla y León o Extremadura, en las que se observa una fuerte reversión a la media de las CC. AA. Sin embargo, la evolución del grado de diversificación por producto no es tan homogénea. Así, se puede encontrar regiones que han experimentado una importante transformación de su comercio internacional, como es el caso Castilla y León y Aragón, mientras que otras como Andalucía o Cataluña han mantenido cifras relativamente constantes a lo largo de la muestra.

Gráfico R.3.2
Diversificación por producto y destino de las CC. AA. (1995-2012)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Una vez construidos los HHI^* , se estima una ecuación de crecimiento de las exportaciones donde las variables explicativas relevantes son los índices de diversificación normalizados, con el propósito de contrastar la influencia de la diversificación exportadora sobre el comercio internacional de bienes de las CC. AA.:

$$\Delta X_{k,t} = \beta_1 HHI_{destino}^*_{k,t} + \beta_2 HHI_{destino}^{*2}_{k,t} + \beta_3 HHI_{producto}^*_{k,t} + \beta_4 HHI_{producto}^{*2}_{k,t} + \alpha_k + \eta_t + e_{k,t} \quad (1)$$

Los términos α_k y η_t capturan, respectivamente, la sensibilidad al ciclo económico y los efectos idiosincráticos de cada comunidad autónoma⁵⁹. **Los resultados de esta estimación indican que tanto la diversificación por producto como por destino geográfico contribuyen positivamente al crecimiento de las exportaciones.** Cuantitativamente, se aprecia una elasticidad de la diversificación por destino superior a uno, mientras que la diversificación por producto

56: Los márgenes extensivo e intensivo utilizados en Cuadras y Puig (2008) son mediciones alternativas del grado de diversificación.

57: El número de países de destino es 257 y el número de productos, 59. Obviamente, no todas las comunidades autónomas exportan al mismo número de países ni comercian con la misma gama de productos.

58: $HHI^*_k = \frac{(HHI_k - 1/N_k)}{(1 - 1/N_k)}$, donde N representa el número de países de destino o productos.

59: No se puede descartar la existencia de variables omitidas en la estimación.

muestra un impacto inferior a la unidad (véase el Cuadro R.3.1). No obstante, es importante destacar la no linealidad de esta relación (como señalan los signos de las variables cuadráticas), que ilustra la existencia de **rendimientos decrecientes a medida que se alcanzan niveles altos de diversificación**.

Los resultados son consistentes con los obtenidos en Gordo y Tello (2011), donde los márgenes extensivo e intensivo juegan un papel importante en la explicación del comportamiento de las cuotas exportadoras de las cuatro principales economías de la zona euro, y con los de Cuadras y Puig (2008), donde los márgenes contribuyen a explicar los ratios de exportaciones sobre PIB de las economías regionales más exportadoras.

Cuadro R.3.1

Estimaciones de la función de crecimiento de las exportaciones de bienes (1995-2012)

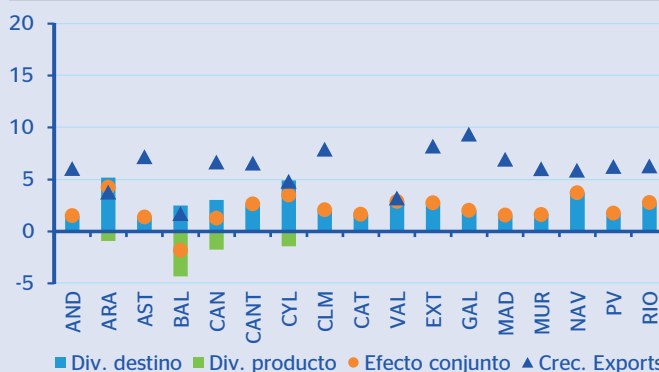
Variable dependiente: ΔX	β estimado	
Diversificación por destino	1,816	(0,185)***
Diversificación por destino ²	-0,042	(0,004)***
Diversificación por producto	0,424	(0,180)**
Diversificación por producto ²	-0,033	(0,004)***
Datos de sección cruzada: 17		
Datos totales del panel: 289		

Notas: Errores estándar entre paréntesis.
***, **, * Indican que los estadísticos son significativos al 1%, al 5% y al 10% respectivamente.
Método: MCG Factibles corregido de autocorrelación serial y contemporánea y heteroscedasticidad en los errores⁶⁰.
Fuente: BBVA Research

Como se puede observar en los Gráfico R.3.3 y R.3.4, **el proceso de diversificación por destino contribuyó anualmente en 2 puntos porcentuales al crecimiento de las exportaciones de las CC. AA. entre 1996 y 2010. Dicha contribución aumentó hasta los 7 puntos porcentuales entre 2010 y 2012**, periodo en la que la demanda de la UE, principal socio comercial de las regiones españolas, se redujo de forma notable. No obstante, ciertos factores propios han contrarrestado el efecto del ciclo en algunas CC. AA. En particular, destacan los casos de Murcia y Canarias, vinculados a la energía (ampliación de la refinería de Cartagena y elevado peso de las exportaciones energéticas correlacionadas con el sector turístico en el archipiélago) y Andalucía (crecimiento de las exportaciones aeronáuticas). **En el caso de la diversificación por producto, el comportamiento ha sido heterogéneo**. En particular, la relación se muestra más débil en el caso de las regiones insulares, donde las exportaciones de bienes tienen un peso sustancialmente menor sobre el PIB y, en todo caso, están sesgadas por el peso de los productos energéticos.

Gráfico R.3.3

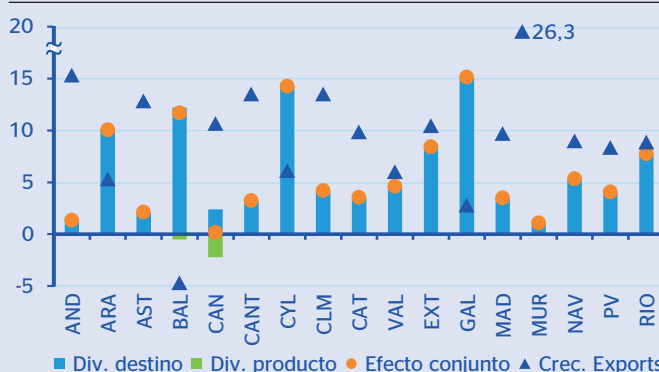
Contribución de la diversificación al crecimiento de las exportaciones reales de bienes (1996-2010) (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.3.4

Contribución de la diversificación al crecimiento de las exportaciones reales de bienes (2010-12) (pp)



Fuente: BBVA Research

PASO 2: ¿Las exportaciones determinan el comportamiento del PIB per cápita?

Con el propósito de cuantificar la importancia del sector exterior sobre el crecimiento del PIB per cápita, en la segunda etapa se estima una ecuación clásica de crecimiento (modelo de Solow) donde el conjunto de variables explicativas de educación, capital y trabajo se aumenta con la evolución de las exportaciones:

$$\Delta PIBpc_{k,t} = \beta_1 \ln PIBpc_{k,(t-1)} + \beta_2 obj1_{k,t} + \beta_3 GA_{k,t} + \beta_4 ED_{k,t} + \beta_5 \Delta K_{k,t} + \beta_6 \Delta L_{k,t} + \beta_7 \Delta X_{k,t} + \alpha_k + \eta_t + e_{k,t} \quad (2)$$

La variable endógena es el crecimiento del PIB per cápita; $obj1_t$ es una variable binaria que toma valores no nulos cuando las CC. AA. obtienen la calificación de objetivo 1 en el marco de los fondos estructurales de la UE; GA_t es el

60: La estimación ha sido corregida de autocorrelación serial (test de Wooldridge), correlación contemporánea (test de Breusch y Pagan) y heteroscedasticidad (test de Wald).

grado de apertura de la economía; ED_t es el porcentaje de la población en edad de trabajar con estudios terciarios; ΔK_t es el crecimiento del stock de capital per cápita, ΔL_t es la tasa de variación de los ocupados, ΔX_t es el incremento de las exportaciones; y los términos α_k y η_t capturan las características idiosincráticas de cada región y el efecto del ciclo económico.

En el Cuadro R.3.2 se resumen los resultados de la estimación. **En primer lugar, se observa que el coeficiente del PIBpc rezagado se muestra significativo e indica un proceso de convergencia entre las regiones españolas a una velocidad media del 7,2% anual⁶¹.** En segundo lugar, destaca que la variable de los fondos estructurales procedentes de la UE no se muestra significativa una vez se controla por el PIBpc rezagado un periodo. En tercer lugar, se aprecia que **las variables clásicas de crecimiento -como son la educación, el capital y la fuerza laboral- tienen efectos positivos para el crecimiento.** Finalmente, **se constata la contribución positiva de las exportaciones al crecimiento de la renta per cápita.**

Cuadro R.3.2

Estimación de la función de crecimiento del PIBpc

Variable dependiente: Δ PIBpc	β estimado	
Ln PIBpc _(t-1)	-0,075	(0,014)***
Objetivo 1	0,127	(0,07)
Grado de apertura	1,19e-05	(7,55e-06)
Educación	0,017	(0,007)**
ΔL	0,362	(0,016)***
ΔKpc	0,097	(0,025)***
ΔX	0,008	(0,001)***

Datos de sección cruzada incluidos: 17

Datos totales del panel: 255

Notas: Errores estándar entre paréntesis.

***, **, * Indican que los estadísticos son significativos al 1%, al 5% y al 10% respectivamente.

Método: MCG Factibles corregido de autocorrelación serial y contemporánea y heteroscedasticidad en los errores.

Fuente: BBVA Research

PASO 3: ¿La diversificación de las exportaciones determina el comportamiento del PIBpc?

En la tercera etapa de la estimación se extraen los valores ajustados de la ecuación (1), representados en los Gráficos R.3.3 y R.3.4, con objeto de aislar la proporción del crecimiento de las exportaciones de bienes que se explica exclusivamente por la diversificación. Estos valores ajustados sustituyen al crecimiento total de las exportaciones de la ecuación (2). De esta forma se consigue recoger el efecto de la diversificación sobre el crecimiento del PIB pc.

El Cuadro R.3.3 refleja los resultados de la estimación. Se hace patente que los componentes clásicos de las ecuaciones de crecimiento se mantienen significativos y con los mismos signos que en la ecuación (2). Finalmente, se demuestra que el crecimiento de las exportaciones atribuible exclusivamente al componente diversificador se mantiene significativo y con una capacidad explicativa estadísticamente no distinta a la mostrada por el crecimiento total de las exportaciones sobre el PIBpc. En concreto, **un incremento marginal del crecimiento de las exportaciones atribuible al proceso diversificador provoca, ceteris paribus, un aumento del PIBpc del 0,1%.** Estos resultados se muestran en línea, aunque ligeramente inferiores, con los publicados en Agosín (2009) para países de América Latina. Asimismo, el crecimiento de las exportaciones no explicado por la diversificación también se muestra significativo y con el signo esperado.

Cuadro R.3.3

Estimaciones de la función de crecimiento del PIBpc

Variable dependiente: Δ PIBpc	β estimado	
Ln PIBpc _(t-1)	-0,074	(0,014)***
Objetivo 1	0,123	(0,076)
Grado de apertura	-1,26e-05	(8,72e-06)
Educ	0,019	(0,008)**
ΔL	0,364	(0,017)***
ΔKpc	0,093	(0,027)***
Diversificación (2)	0,009	(0,005)*
Resto del crecimiento de las X no explicadas por diversificación	0,008	(0,002)***
Datos de sección cruzada: 17		
Datos totales del panel: 255		

Notas: Errores estándar entre paréntesis.

***, **, * Indican que los estadísticos son significativos al 1%, al 5% y al 10% respectivamente.

Método: MCG Factibles corregido de autocorrelación serial y contemporánea y heteroscedasticidad en los errores.

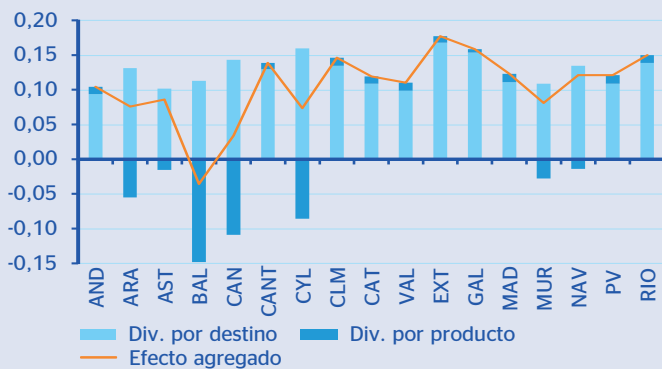
Fuente: BBVA Research

Los Gráficos R.3.5 y R.3.6 recogen los resultados principales del recuadro. Se puede observar que, en promedio, **el proceso de diversificación de las exportaciones ha contribuido en 0,2 puntos porcentuales al crecimiento anual del PIB per cápita a lo largo de todo el periodo muestral, lo que supone el 12% del crecimiento acumulado entre 1995 y 2012. La ampliación de destinos se muestra como el principal componente de las ganancias dado que la diversificación de productos es un proceso más lento,** que suele requerir cambios en la estructura productiva de la economía. Asimismo, es importante destacar que las variables de diversificación utilizadas en el modelo no recogen cambios a lo largo de los segmentos de calidad de un mismo producto, aspecto que podría estar detrás de este comportamiento dispar de las CC. AA.

61: Barro y Sala-i Martín, (1992).

El reducido tamaño de las exportaciones de bienes en las economías insulares (reflejado en el Gráfico R.3.1), más enfocadas en las exportaciones de servicios, sumado al importante peso relativo de las exportaciones energéticas dentro del sector, determinan el comportamiento diferencial de estas CC. AA.

Gráfico R.3.5
Contribución promedio anual de la diversificación al crecimiento del PIBpc (1995-2010) (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.3.6
Contribución promedio anual de la diversificación al crecimiento del PIBpc (2010-2012) (pp)



Fuente: BBVA Research

Conclusiones

En este recuadro se han analizado los factores que subyacen a la evolución del PIBpc de las distintas CC. AA. entre 1995 y 2012. En particular, se ha hecho énfasis en el papel determinante que juega el proceso de diversificación de las exportaciones. **Los resultados indican la existencia de una contribución positiva y significativa de la diversificación (especialmente, por destino) en el crecimiento de la renta per cápita regional, que se estima en un promedio anual de 20 puntos básicos.**

Este efecto es mayor en el último periodo recesivo, donde los factores cíclicos y la contracción de los principales socios comerciales han persuadido a las empresas españolas a buscar nuevos nichos de mercado.

La contribución al crecimiento de la diversificación por producto ha sido menor debido, entre otros motivos, a que requiere modificar la estructura productiva de la región y, en ocasiones, incorporar avances tecnológicos. Además, la mayor no linealidad de la diversificación por productos podría estar evidenciando cierto coste de oportunidad en términos de especialización, sobre todo entre las economías más desarrolladas, como recogen los estudios de Al-Marhubi (2000) y Hesse (2008).

En síntesis, **la capacidad de las empresas españolas para aumentar la diversificación de sus exportaciones, enfocándolas, principalmente, hacia mercados más dinámicos, ha permitido mantener un crecimiento robusto del comercio exterior incluso durante el último ciclo recesivo.** Asimismo, se evidencia una contribución positiva de la diversificación exportadora al PIBpc regional que, combinado con este efecto composición, permitirá reducir riesgos ante posibles eventos adversos en los principales socios comerciales.

Referencias bibliográficas

Aditya, A. y S. S. Roy, (2010): "Export diversification and Economic Growth: Evidence from Cross-Country Analysis", Paper presented at 6th Annual Conference on Economic Growth and Development, December 16-18, 2010. Indian Statistical Institute, New Delhi.

Agosin, M. (2009) "Crecimiento y diversificación de las exportaciones en economías emergentes", *Revista Cepal* 97, pp. 117-134.

Al-Marhubi, F. (2013): "Export Diversification and Growth: An Empirical Investigation", *Applied Economics Letters* 7, pp. 559-562.

Amin Gutierrez de Pineres, S., y M.J. Ferrantino (2000) "Exports Dynamics and Economic Growth in Latin America", Burlington, Vermont: Ashgate Publishing Ltd.

Barro, R. y Salai i Martín, X. (1992) "Convergence", *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, Vol. 100 (2) pp223-51, April

BBVA (2012): "La internalización de las Empresas Españolas", Documento de trabajo 12/29, BBVA Research. Disponible en: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1229_tcm346-363151.pdf?ts=2912014

Bleaney, M. y D. Greenaway (2001): "The impact of Terms of Trade and Real Exchange Volatility on Investment and Growth in Sub-Saharan Africa", *Journal of Development Economics* 65, pp. 491-500.

Cuadras, X. y J. Puig (2008): "La variedad y calidad de las exportaciones españolas", *Cuadernos ICE* 76, pp. 147-166.

Ghosh, A. R. y J. D. Ostry (1994): "Export Instability and the External Balance in Developing Countries", *IMF Working Paper*, pp. 1-30,

Gordo, E. y P. Tello (2011): "Diversificación, precios y calidad de las exportaciones españolas: una comparación a nivel europeo", *Cuadernos ICE* 82, pp. 31-62.

Herzer, D. y F. Nowak-Lehmann (2006): "What does exports diversification do for growth? An Econometric Analysis", *Applied Economics* 38, pp. 1825-1838.

Hesse, H. (2008): "Export Diversification and Economic Growth", Working Paper No. 21, *Commission of Growth and Development*. World Bank.

Hummels, D. y P.J. Klenow (2005): "The Variety and Quality of a Nation's Exports", *American Economic Review* 95(3) pp. 704-723.

Imbs, J., y R. Wacziarg (2003): "Stages of Diversification", *American Economic Review* 93(1) pp. 63-86.

IMF (2013): Country Report No. 13/232. Disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13232.pdf> pp 28-31

Lederman, D., y W.F. Maloney. (2007): "Trade Structure and Growth" *Natural Resources: Neither Curse Nor Destiny*, D. Lederman y W.F. Maloney, eds. Palo Alto: Stanford University Press.

6. Cuadros

Cuadro 6.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1,8	2,8	1,8	2,5	2,5
UEM	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Alemania	3,4	0,9	0,5	1,8	2,0
Francia	2,0	0,0	0,2	1,1	1,6
Italia	0,6	-2,6	-1,8	0,8	1,5
España	0,1	-1,6	-1,2	0,9	1,9
Reino Unido	1,1	0,3	1,9	2,6	2,4
América Latina *	4,0	2,6	2,2	2,5	2,6
México	4,0	3,7	1,2	3,4	3,0
Brasil	2,7	1,0	2,2	2,5	1,9
EAGLES **	6,7	5,0	4,8	5,2	5,4
Turquía	8,5	2,4	3,9	1,5	5,2
Asia-Pacífico	6,0	5,3	5,2	5,3	5,4
Japón	-0,4	1,4	1,7	1,5	1,3
China	9,3	7,7	7,7	7,6	7,5
Asia (exc. China)	3,7	3,5	3,4	3,7	4,0
Mundo	4,0	3,2	2,9	3,6	3,9

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

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6.2

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés a 10 años (Promedio)

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	2,8	1,8	2,3	3,2	3,7
UEM	2,6	1,6	1,6	2,0	2,5

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6.3

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,78	0,75	0,77	0,75
UEM	1,39	1,29	1,33	1,30	1,33
Reino Unido	1,60	1,59	1,56	1,57	1,62
Japón	79,7	79,8	97,6	110,0	117,1
China	6,46	6,31	6,20	5,97	5,85

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6.4

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final de período)

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
UEM	1,00	0,75	0,25	0,25	0,50
China	6,56	5,75	6,00	6,00	6,50

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014
 Fuente: BBVA Research

Cuadro 6.5

**UEM: previsiones macroeconómicas
 (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)**

	2011	2012	2013	2014	2015
PIB real	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Consumo privado	0,3	-1,4	-0,5	0,7	1,2
Consumo público	-0,1	-0,5	0,3	0,5	0,7
Formación Bruta de Capital Fijo	1,8	-3,9	-3,1	1,6	5,0
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	4,8	-4,4	-2,5	2,8	7,1
Equipo y Maquinaria	4,9	-4,4	-2,5	2,9	7,1
Construcción	-0,3	-4,1	-3,9	0,2	3,3
Vivienda	-0,3	-3,4	-3,0	1,0	3,6
Otros edificios y Otras Construcciones	-0,2	-4,8	-4,9	-0,7	2,9
V. existencias (contribución al crecimiento)	0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	0,7	-2,1	-0,9	0,8	1,7
Exportaciones	6,7	2,7	1,2	3,5	4,9
Importaciones	4,7	-0,8	0,2	3,3	5,1
Demanda externa (contribución al crecimiento)	0,9	1,5	0,5	0,3	0,2
Pro-memoria					
PIB sin inversión en vivienda	1,7	-0,5	-0,2	1,1	1,8
PIB sin construcción	1,9	-0,2	0,0	1,2	1,7
Empleo total (EPA)	0,3	-0,7	-0,8	0,1	0,7
Tasa de Paro (% Pobl. Activa)	10,2	11,4	12,1	12,0	11,6
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,1	1,2	2,1	2,1	2,0
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-4,1	-3,7	-2,8	-2,4	-2,1
IPC (media período)	2,7	2,5	1,4	1,0	1,4

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014
 Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 6.6

España: previsiones macroeconómicas
(Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

	2011	2012	2013	2014	2015
Actividad					
PIB real	0,1	-1,6	-1,2	0,9	1,9
Consumo privado	-1,2	-2,8	-2,4	0,9	1,3
Consumo público	-0,5	-4,8	-1,2	-1,1	1,3
Formación Bruta de Capital	-5,6	-6,9	-5,8	0,1	5,0
Equipo y Maquinaria	5,5	-3,9	0,7	5,8	7,8
Construcción	-10,8	-9,7	-10,2	-3,8	3,1
Vivienda	-12,5	-8,7	-8,4	-3,4	5,0
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-2,1	-4,1	-2,8	0,4	2,0
Exportaciones	7,6	2,1	5,2	6,5	6,7
Importaciones	-0,1	-5,7	0,3	5,2	7,4
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,1	2,5	1,6	0,6	-0,1
PIB nominal	0,1	-1,7	-0,5	1,5	3,0
(Miles de millones de euros)	1046,3	1029,0	1024,1	1039,3	1070,6
PIB sin inversión en vivienda	1,0	-1,2	-0,8	1,2	1,8
PIB sin construcción	2,0	-0,4	-0,1	1,5	1,8
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-1,9	-4,5	-3,1	0,4	1,0
Tasa de paro (% población activa)	21,6	25,0	26,4	25,6	24,8
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-2,2	-4,8	-3,3	0,3	0,9
Productividad aparente del factor trabajo	2,3	3,1	2,1	0,6	1,0
Precios y costes					
IPC (media anual)	3,2	2,4	1,4	0,5	1,0
Deflactor del PIB	0,0	0,0	0,8	0,5	1,1
Deflactor del consumo privado	2,5	2,5	1,4	0,5	1,2
Remuneración por asalariado	1,3	0,2	0,6	0,2	0,5
Coste laboral unitario	-0,9	-2,9	-1,5	-0,4	-0,5
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,8	-1,1	0,9	1,6	1,7
Sector público					
Deuda (% PIB)	70,5	86,0	94,7	99,1	101,4
Saldo AA.PP. (% PIB) (*)	-9,1	-6,8	-7,0	-5,8	-5,1
Hogares					
Renta disponible nominal	0,0	-2,8	-0,8	-0,8	2,2
Tasa de ahorro (% renta nominal)	12,7	10,5	10,8	9,0	8,4

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

Economista Jefe Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
+34 91 374 39 61
miguel.cardoso@bbva.com

Juan Ramón García
+34 91 374 33 39
juanramon.gj@bbva.com

Myriam Montañez
+34 954 24 74 86
miriam.montanez@bbva.com

Amanda Tabanera
+34 91 807 51 44
amanda.tabarena@bbva.com

Anabel Arador
+34 93 401 40 42
ana.arador@grupobbva.com

Laura González
+34 91 807 51 44
laura.gonzalez.trapaga@bbva.com

Virginia Pou
+34 91 537 77 23
virginia.pou@bbva.com

Camilo Andrés Ulloa
+34 91 537 84 73
camiloandres.ulloa@bbva.com

Joseba Barandiaran
+34 94 487 67 39
joseba.barandia@bbva.com

Félix Lores
+34 91 374 01 82
felix.lores@bbva.com

Juan Ruiz
+34 646 825 405
juan.ruiz2@bbva.com

Mónica Correa
+34 91 374 64 01
monica.correa@bbva.com

Antonio Marín
+34 648 600 596
antonio.marin.campos@bbva.com

Pep Ruiz
+34 91 537 55 67
ruiz.aguirre@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Sistemas Financieros
José Félix Izquierdo
jfelix.izquierd@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito Legal: M-31254-2000