

Situación España

Cuarto trimestre 2014

Unidad España

- La recuperación en España continúa al ritmo previsto.
- La evolución reciente de la economía europea limitará la aceleración del crecimiento de la española en 2015.
- España continuará creciendo por encima de la UEM gracias a la recuperación de sus fundamentos, una política monetaria más expansiva y una reforma fiscal que impulsará la demanda interna.
- La incertidumbre y los desequilibrios, todavía elevados, apremian la adopción de reformas que aumenten la capacidad de crecimiento de la economía española.

Índice

1.	Editorial	3
2.	Recuperación global, lenta y con riesgos a la baja	5
3.	Situación actual y perspectivas de la economía española	7
	Recuadro 1. ¿Qué comunidades son más sensibles al ciclo europeo? Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR	25
	Recuadro 2. El impacto de la reforma del IRPF	29
	Recuadro 3. Políticas no convencionales del BCE y oferta de crédito: consecuencias sobre la economía española	34
	Recuadro 4. Hechos estilizados del ciclo inmobiliario español	39
4.	Cuadros	44

Fecha de cierre: 30 de octubre de 2014

1. Editorial

La actividad económica en España continúa mostrando el dinamismo esperado, por lo que se mantiene la previsión de crecimiento para 2014 en el 1,3%. Sin embargo, el deterioro observado en el crecimiento del PIB de algunos países europeos durante los últimos meses, así como la mayor incertidumbre que se ha observado en los mercados financieros recientemente, sesgan a la baja las perspectivas para los próximos trimestres. En todo caso, **se espera que diversos factores sigan apoyando el crecimiento del PIB en España y que éste se incremente en promedio hasta el 2,0% en 2015**, significativamente por encima de la eurozona, tal y como ha ocurrido en los últimos trimestres.

Así, **los datos más recientes de actividad confirman que la recuperación prosigue.** Como se esperaba, la tasa de crecimiento del PIB se ha estabilizado alrededor de aumentos anualizados del 2,0%. En particular, **durante el 3T14 el PIB mostró un incremento del 0,5% frente al trimestre anterior, similar al observado en el 2T14 (0,6%) y al que se estima para el 4T14 con la información disponible hasta el momento (entre el 0,5% y el 0,6%).** Aunque las exportaciones han vuelto a crecer, el principal factor detrás de la recuperación ha sido el aumento de la demanda interna y, en particular, del consumo privado. Igualmente, el gasto público no se ha convertido en el lastre que se pensaba iba a ser a principios de año. Finalmente, la inversión en maquinaria y equipo continúa creciendo, aunque en el margen se nota una desaceleración después de encadenar seis trimestres consecutivos de crecimiento.

Hacia delante, **la recuperación de la economía española enfrenta retos importantes.** Ya en la anterior edición de Situación España se advertía que los mercados financieros presentaban una evolución inconsistente con la incertidumbre que se derivaba de varios riesgos geopolíticos. **Un entorno más volátil** puede poner en peligro a economías que, como la española, dependen de manera significativa de la financiación y crecimiento externos. En este sentido, la falta de aceleración de la economía europea, en un entorno de estancamiento de los precios, supone un foco de preocupación. Específicamente, mientras que hace tres meses se esperaba que la UEM creciera el 1,9% en 2015, ahora la previsión se ha moderado hasta el 1,3%. **En el pasado, una caída del 1,0% en el PIB de la UEM se trasladaba casi enteramente al PIB español en el corto plazo** (véase el Recuadro 1).

En todo caso, **existen diversos factores que deberían apoyar que la economía española continúe creciendo a tasas cercanas al 2%, a pesar del menor crecimiento en Europa. En primer lugar, la falta de tracción en la UEM no se está notando todavía en el crecimiento de las exportaciones.** El desacople de las exportaciones españolas frente a la economía europea no es inédito; de hecho se produjo en 1993, 2012 y 2013, incluso con la UEM en recesión. La diversificación geográfica de los últimos años, las reformas emprendidas para ganar competitividad y la inversión que se ha venido produciendo en sectores clave deberían ayudar a mantener el crecimiento de las exportaciones españolas.

En segundo lugar, la política monetaria (es/será) más ambiciosa que la prevista hace tres meses. Por un lado, las medidas anunciadas por el BCE han tenido como consecuencia inmediata una depreciación del euro y una disminución de los tipos de interés libres de riesgo. El primer factor será esencial para permitir que, en un entorno de menor crecimiento en Europa, las ventas al exterior se mantengan. Así, **se espera que durante el próximo año, la depreciación del euro frente al dólar alcance el 10% en promedio anual frente al nivel de 2014, y que esto aporte entre 4 y 5 décimas más al PIB en 2015.** Por otro lado, la reducción de los tipos libres de riesgo se transmitirá al coste de financiación de empresas y familias durante los siguientes meses. Más aún, en un entorno de liquidez abundante y barata, se prevé que la competencia entre entidades del sector financiero reduzca los diferenciales de crédito. Si la demanda de crédito acompaña al estímulo de la oferta, cómo ya se incluía en el escenario de BBVA Research de hace tres meses, esto podría añadir al crecimiento del PIB en 2015 alrededor de cinco décimas (véase el Recuadro 3).

En tercer lugar, como se adelantaba en la anterior edición de esta publicación el tono de la política fiscal pasará de contractivo a neutral-expansivo en 2015, como consecuencia de la mejora cíclica y de su impacto sobre el balance del Estado y de la Seguridad Social, mayor que el previsto a comienzos del año. El espacio que esto genera está siendo aprovechado por las AA. PP. para evitar la implementación de medidas que, de otra manera, hubieran sido necesarias para cumplir con las metas fiscales. De hecho, se espera que también permita alcanzar el objetivo de déficit del próximo año, incluso con la reducción del IRPF, lo que impulsaría el crecimiento en 2015.

Finalmente, la absorción de los desequilibrios acumulados antes de la crisis continúa avanzando. Prueba de este proceso es la **creciente probabilidad de observar un aumento en la inversión residencial**. De hecho, varios de los factores que normalmente adelantan dicho suceso durante el ciclo inmobiliario ya vienen presentando mejoras (véase el Recuadro 4). En todo caso, el elevado nivel de sobreoferta y endeudamiento de familias y empresas apunta a que **la recuperación del sector será moderada y lenta**, consecuencia de la mejora del entorno económico y no una causa de la misma, como en ciclos anteriores.

Los riesgos sobre este escenario presentan un sesgo a la baja. De particular importancia será la duración de **la falta de dinamismo en algunas economías europeas y la interacción con el proceso de reducción en precios. El agotamiento de las políticas monetaria y fiscal**, junto con la **falta de voluntad para implementar nuevas reformas** que mejoren el funcionamiento de la economía, llevarían a un escenario de alta fragilidad. Asimismo, existe la posibilidad de que las últimas medidas del BCE no sean tan efectivas en impulsar el crédito como se presume en esta publicación. Finalmente, **la incertidumbre sobre el entorno político** podría aumentar durante los siguientes trimestres, lo que provocaría un incremento del ahorro precautorio de las familias y una disminución de la inversión de las empresas.

En todo caso, también existen algunos sesgos al alza. En particular, el precio del petróleo ha caído durante las últimas semanas más allá de lo esperado. Para una economía importadora como la española, el mantenimiento de los actuales niveles supondría una ganancia de competitividad importante para los exportadores y un ahorro no despreciable para las familias. Si el descenso estuviera impulsado por la oferta y fuera duradero en el tiempo, las ganancias podrían añadir más de un punto de crecimiento al PIB español durante el próximo año (véase la Sección 3).

Tanto por los posibles riesgos a la baja que se pudieran producir, como por la insuficiencia del actual crecimiento para reducir relativamente rápido los desequilibrios que todavía se observan en la economía española, **es necesario continuar impulsando reformas que mejoren el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios**. A este respecto, el Gobierno ha presentado **un nuevo sistema impositivo, que avanza hacia un esquema más transparente y eficiente (véase el Recuadro 2). Sin embargo, la reforma queda lejos de la ambiciosa propuesta realizada por el Comité de Expertos**. Por lo tanto, es necesario seguir avanzando hacia un sistema (que facilite/favorezca) el cambio de modelo productivo y que a la vez, garantice la sostenibilidad de las cuentas públicas a medio y largo plazo.

Por último, **se valora positivamente la aprobación de la Estrategia de Activación para el Empleo 2014-2016** que pretende modernizar los Servicios Públicos de Empleo (SPE) para impulsar las políticas activas de empleo (PAE). A diferencia de las precedentes, la Estrategia destaca por su naturaleza plurianual, que revela un diagnóstico adecuado de algunas de las debilidades estructurales del mercado de trabajo español. Además, sobresalen la correcta identificación de los colectivos más vulnerables y la orientación a resultados, que condiciona la distribución futura del presupuesto de las PAE. Sin embargo, **sería deseable incrementar los recursos y reorientar los existentes hacia actuaciones que aumenten la empleabilidad de los trabajadores, particularmente los desempleados de larga duración**. Igualmente, la economía española necesitaría que la reforma de las PAE se viera acompañada por medidas que incentiven la contratación de empleo indefinido y reduzcan la temporalidad en el mercado de trabajo.

Los riesgos a corto plazo de la recuperación de la eurozona son una razón adicional para continuar con el proceso de reformas. Los retos de la economía española son de largo plazo y tienen una naturaleza distinta a los de los principales países europeos. El crecimiento de la eurozona ayudaría a que la recuperación fuera más intensa a corto plazo, pero lo que verdaderamente marcará la diferencia a largo es que España crezca y cree empleo de calidad gracias a las políticas y reformas que se lleven a cabo.

2. Recuperación global, lenta y con riesgos a la baja

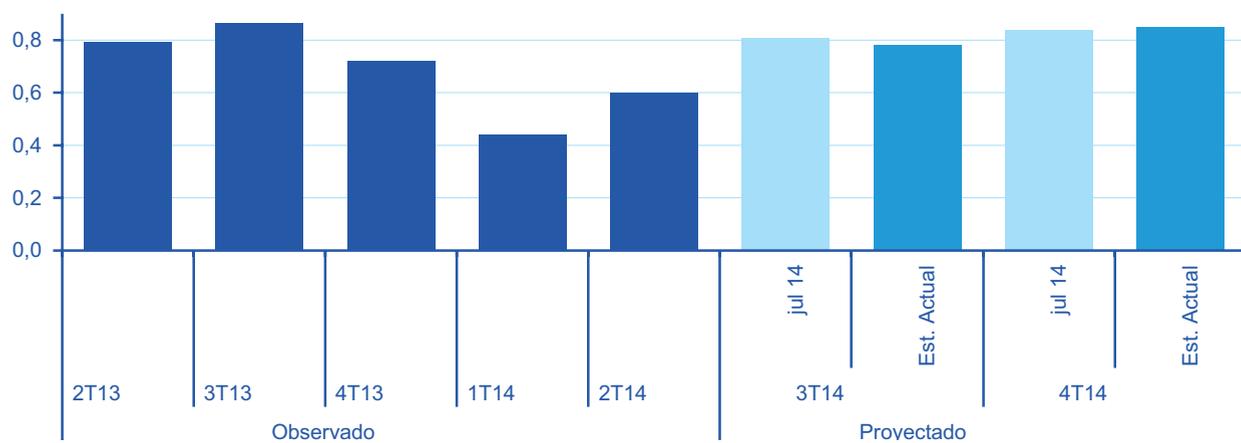
El crecimiento de la economía mundial se ha acelerado de forma moderada durante los últimos meses. De acuerdo al modelo GAIN¹ BBVA, el PIB mundial habría crecido el 0,6% trimestral en el 2T14 y el 0,8% en el 3T14. Esta cifra podría verse sesgada a la baja por el repunte de las tensiones en los mercados financieros desde mediados de septiembre. Asimismo, persisten los riesgos geopolíticos ya avanzados en el anterior Situación España.

En 2015, el crecimiento global alcanzaría el 3,7%, medio punto porcentual por encima de la estimación para 2014, en gran medida por el apoyo de las políticas de demanda. Por ejemplo, la política monetaria sigue siendo expansiva, mientras que la fiscal tendrá un tono menos restrictivo en 2014-15 que en el pasado reciente, tanto en EE. UU. como en la eurozona. Incluso China considera la posibilidad de implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento a nivel nacional en caso de ser necesario.

Adicionalmente, destaca el descenso de los precios del petróleo como sesgo favorable para las expectativas de crecimiento global, siempre y cuando sea el resultado de un choque positivo de oferta, sobre todo por el aumento sostenido de la producción no convencional de petróleo². La menor transferencia de renta desde importadores a productores deja más margen a los primeros para poder atender sus decisiones de gasto, ahorro e inversión, lo que supone un balance positivo para el escenario económico. El aumento en la capacidad productiva de un recurso limitado y de demanda creciente como el petróleo, aun considerando un uso más eficiente, contribuye a frenar unos precios que, en términos reales, están en niveles similares a los de la crisis de finales de los 70. Estas transferencias de renta a países consumidores tienen su reverso en los países productores de petróleo y, en general, de materias primas, cuyos precios también están cayendo debido a la moderación de la demanda procedente de Asia.

Gráfico 2.1

Crecimiento trimestral del PIB mundial (Previsiones basadas en el modelo GAIN BBVA, %)



Fuente: BBVA Research

En la eurozona, la recuperación será aún más lenta de lo previsto. El estancamiento del PIB en el 2T14 y su probable extensión al 3T14, con comportamientos más débiles en general en las economías más grandes, ha supuesto la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015. Esto parece ser, en parte, el resultado del impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia, que se estaría dejando sentir en el comercio y en los indicadores de confianza de las economías más expuestas a ella. En el conjunto de la UEM, el estancamiento coincide con un entorno de moderación de precios y, sobre todo, con la escasa agilidad de las autoridades del área para tomar las medidas adecuadas para mejorar las expectativas de crecimiento e inflación. **La falta de un diagnóstico coincidente entre las autoridades nacionales sobre las causas de los problemas y, por lo tanto, las diferencias en las medidas a implementar más apropiadas, junto con un sesgo tal vez más nacional que europeo en las decisiones, siguen**

1: Para más detalle sobre la metodología de BBVA Research GAIN, véase Global Economic Watch de marzo 2013, disponible en: <http://bit.ly/1nl5Rln>

2: El reciente descenso de los precios del petróleo es consecuencia no sólo de la mayor oferta, sino también de la apreciación del dólar y de una moderación de las expectativas de demanda, tanto en los países desarrollados como en los emergentes.

dificultando la gobernanza de la zona del euro. Se debería conjugar la profundización de las reformas con el mantenimiento de los estímulos monetarios y con una política fiscal que aproveche el margen de las reglas para apoyar el crecimiento.

El BCE ha seguido actuando. Ha implementado la primera subasta de financiación bancaria vinculada al balance de crédito, cuyos resultados fueron inferiores a lo previsto. Además, ha puesto en marcha la adquisición de activos financieros en manos del sistema bancario respaldados por crédito. Todas las medidas, tanto las adoptadas como las potenciales, están orientadas a acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios, del que la UEM se ha venido alejando desde el segundo semestre de 2012. A esta meta ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, que es consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE. Mientras que la primera acometerá la retirada de estímulos, el segundo hará lo contrario y aumentará su balance

Un elemento adicional positivo para las condiciones de crecimiento de la zona del euro es el ejercicio de revisión de calidad de los activos y el test de estrés de los balances bancarios que se acaba de anunciar. Este proceso ha dado al mercado más información, y más homogénea, sobre el sector bancario europeo y supone la implementación de la supervisión común bancaria en la eurozona. Todo ello es condición necesaria para que el flujo de crédito bancario sea capaz de atender la demanda solvente.

3. Situación actual y perspectivas de la economía española

En un entorno internacional de mayor volatilidad financiera, y falta de dinamismo en Europa, el crecimiento de la economía española se estabiliza

Durante los últimos meses se ha presentado un **contexto financiero más incierto que el observado en el primer semestre**, con un aumento de la volatilidad y de las primas de riesgo tras el repunte de las tensiones geopolíticas, los temores respecto a un menor crecimiento e inflación en las economías desarrolladas y la incertidumbre sobre los cambios de la política monetaria a nivel mundial. Resulta de particular preocupación para España la **falta de dinamismo observada durante los últimos trimestres en la UEM** (ver Sección 1). Sin embargo, los datos disponibles apuntan a que, en este entorno, la economía española ha continuado con un crecimiento similar al observado en trimestres anteriores. En todo caso, de producirse un escenario de prolongado estancamiento o recesión en la UEM, las exportaciones españolas y, con ellas, el resto de la economía, se resentirían, a pesar de los esfuerzos del BCE por implementar una política monetaria más expansiva.

Por el lado doméstico, **la recuperación de la demanda privada avanza en línea con lo previsto**. Al crecimiento sostenido del consumo y la inversión productiva, se está uniendo gradualmente la inversión en construcción en vivienda que, por primera vez desde 2007, es probable que muestre tasas de variación positivas, aunque moderadas, durante la segunda parte del año. La mejoría de la demanda nacional **se apoya principalmente en factores estructurales**, tales como la corrección de los desequilibrios internos, la reorientación productiva hacia el exterior, algunas de las reformas acometidas y las menores tensiones financieras. **Sin embargo, también confluyen algunos factores que incentivan la demanda de forma transitoria**, donde destacan el carácter expansivo de la política monetaria y el reciente giro hacia una política fiscal débilmente procíclica.

En resumen, se **espera que la economía española continúe creciendo en lo que resta del año a un ritmo suficiente para concluir el ejercicio económico con una expansión en torno al 1,3%**. Hacia delante, las innovaciones incorporadas en el escenario están dominadas por la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía europea, lo que supone también una **revisión negativa de tres décimas en la previsión de crecimiento para España en 2015, hasta el 2,0%**. Con todo, la velocidad de la recuperación continúa siendo sólida y está plenamente avalada en factores tanto externos como internos. En el panorama económico internacional se sigue esperando una aceleración moderada de la economía global que, consecuentemente, procurará la **continuidad en la ampliación de la base exportadora**. A nivel interno, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y los estímulos a la demanda de la política económica resultarán en un **aumento generalizado de la demanda doméstica**.

En cualquier caso, conviene recordar que **la recuperación no está libre de riesgos** y que persisten frentes abiertos cuya resolución es fundamental para consolidar el crecimiento a medio y largo plazo. A este respecto, **tanto en España como en Europa se debe trabajar en políticas de oferta que disipen las dudas y aumenten la capacidad de crecimiento estructural**.

A tenor de lo anterior, **también existen riesgos en el escenario potencialmente positivos**. A pesar de la elevada inestabilidad geopolítica en Medio Oriente (y entre Rusia y Ucrania), durante las últimas semanas se han producido **caídas en el precio de petróleo algo superiores a las contempladas en el escenario central** de BBVA Research que, probablemente, están más vinculadas a ampliaciones en la oferta de crudo que a la reducción de la demanda global. De dilatarse en el tiempo, y de confirmarse su origen en la oferta, estas presiones bajistas supondrían un alivio para el sistema productivo y, por tanto, una presión al alza sobre el crecimiento de la economía española.

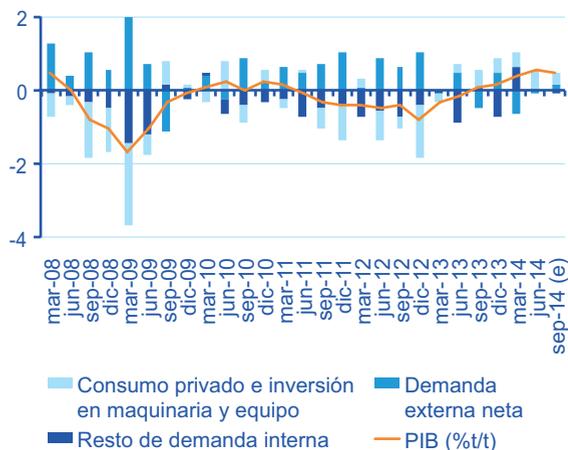
El crecimiento de la economía española se estabiliza

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 0,5% t/t en el 3T14³, en línea con lo anticipado** hace tres meses. De confirmarse esta estimación, el ritmo de expansión de la actividad prácticamente se habría estabilizado, tras cuatro trimestres consecutivos de aceleración, dando lugar a un aumento interanual del 1,6%. En lo que respecta a la composición, los indicadores parciales de coyuntura señalan que **tanto la demanda doméstica (principalmente, la privada), como la externa neta, habrían contribuido positivamente al crecimiento trimestral** (en torno a los 0,4 pp y los 0,1 pp, respectivamente) (véase el Gráfico 3.1).

La información disponible del cuarto trimestre sugiere que el ritmo de expansión podría ser similar al registrado durante los primeros nueve meses del año (MICA-BBVA: entre el 0,5% y el 0,6% t/t)⁴ (véase el Gráfico 3.2). Esta trayectoria es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)⁵, que evidencian una práctica estabilización de las expectativas de crecimiento (véanse los Gráficos 3.3 y 3.4).

Gráfico 3.1

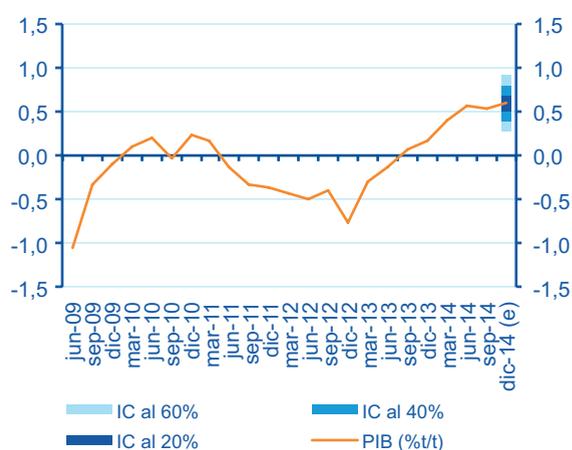
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



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

Gráfico 3.2

España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



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

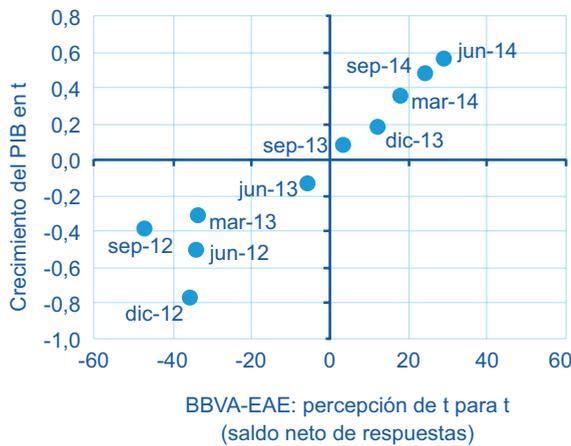
3: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 3T14 se publicará el próximo 27 de noviembre, siendo posible la revisión de la estimación avance. Coincidiendo con dicha publicación, el INE divulgará los primeros resultados de la CNTR en base contable 2010, adaptados al nuevo Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de 2010 (SEC 2010), que sustituye al anterior estándar metodológico (SEC 1995). Los primeros resultados, correspondientes a la serie completa de la Contabilidad Nacional Anual (CNA) se presentaron a finales de septiembre. Las modificaciones metodológicas, estadísticas y otros cambios que introduce la base contable de 2010 han supuesto una revisión de los niveles de PIB nominal en todos los años de la serie 1995-2013. En lo que respecta a los volúmenes del PIB, los cambios introducidos suponen una revisión al alza de 1,2 pp acumulados para el periodo de expansión (1995-2008) y una revisión a la baja de -0,9 pp para el periodo recesivo, no habiendo alterado la estimación de caída del PIB para el año 2013 (-1,2%). Para más información véase la nota de prensa publicada por el INE, disponible en: <http://www.ine.es/prensa/np862.pdf>.

4: 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: https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/migrados/WP_1021_tcm348-231736.pdf.

5: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2014/05/1405_Situacion_Espana1.pdf.

Gráfico 3.3

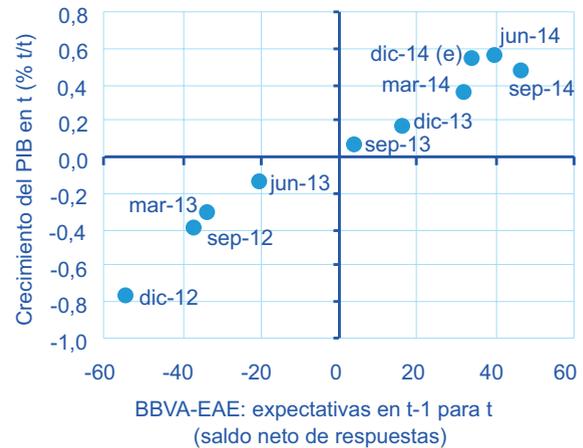
España: crecimiento económico y percepción de los participantes en la EAE-BBVA



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.4

España: crecimiento económico y expectativas de los participantes en la EAE-BBVA en el trimestre anterior



(e): estimación

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La demanda doméstica privada mantiene el protagonismo

Los indicadores de consumo -sobre todo, de bienes duraderos- sugieren que el crecimiento del gasto de los hogares se habría ralentizado marginalmente durante el tercer trimestre del 2014. Si bien el componente salarial de la renta disponible de las familias y su riqueza financiera han vuelto a crecer entre julio y septiembre, la mejora de la percepción sobre la situación económica⁶ y la eficacia del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE) se han atenuado (véase el Gráfico 3.5). 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 al 0,6% t/t en el 3T14 (2,3% a/a), entre una y dos décimas menos que lo registrado en el trimestre precedente** (véase el Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5

España: determinantes del consumo y matriculaciones de turismo (Datos CVEC, 1T08 = 100)

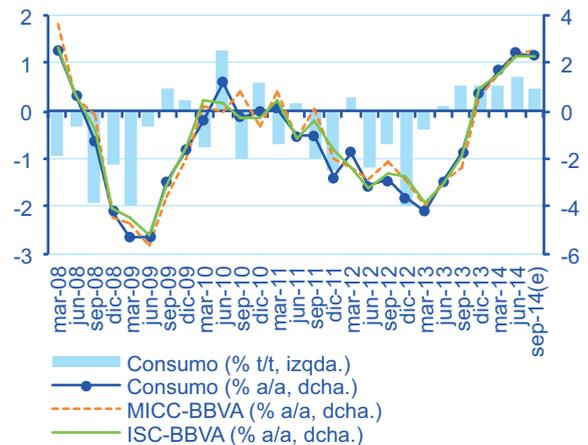


(e): estimación

Fuente: BBVA Research a partir de MINECO, Datastream, CE y ANFAC

Gráfico 3.6

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



(e): estimación

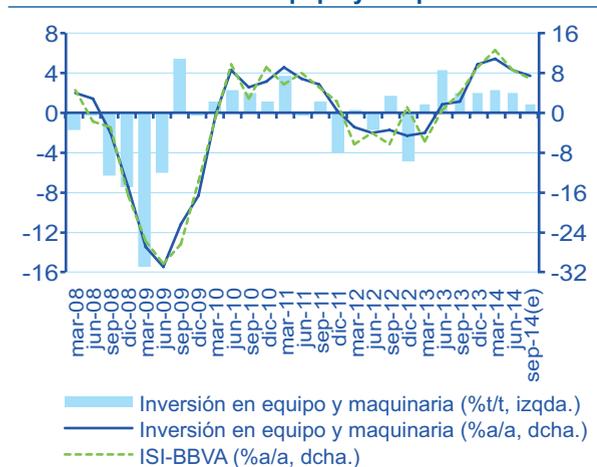
Fuente: BBVA Research a partir de INE

6: La percepción de los hogares sobre su situación económica futura ha mejorado de forma ininterrumpida desde ago-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. <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-consumo-segundo-semestre-2009/>.

El dinamismo que ha venido mostrando la inversión en maquinaria y equipo en los últimos trimestres parece haberse moderado en el tercer trimestre del año. Así lo pone de manifiesto la evolución de los indicadores parciales de esta partida de la demanda que, aunque en algunos continúa mostrando síntomas de expansión, como en la cartera de pedidos de bienes de equipo y en las importaciones de bienes de capital, en otros como en la producción y la confianza industrial de los productores de bienes de equipo apunta a una corrección a la baja. De este modo, el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) estima que, en balance, la inversión en maquinaria y equipo habría crecido el 0,7% t/t durante el 3T14 (7,2% a/a), 1,4 pp por debajo de lo observado en el trimestre anterior (véase el Gráfico 3.7).

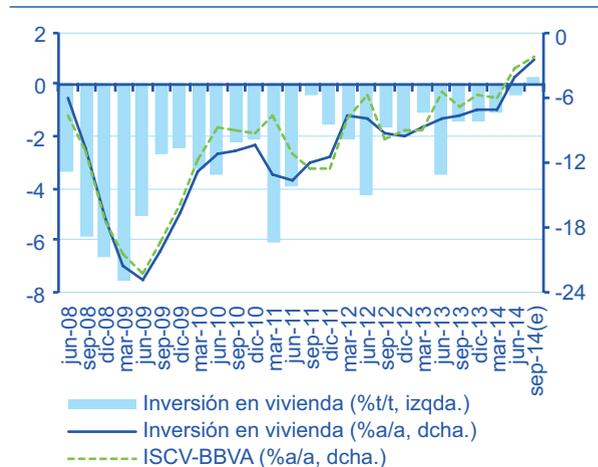
Por su parte, la corrección de la inversión en vivienda podría haber tocado a su fin. Las ventas de vivienda en los dos primeros meses del tercer trimestre mostraron un crecimiento promedio mensual del 1,1% (CVEC). La consolidación de la mejoría de los fundamentales de la demanda doméstica unido al buen tono que parecen seguir mostrando las compras de ciudadanos extranjeros podrían seguir favoreciendo la paulatina recuperación de las ventas⁷. Por su parte, aunque los últimos datos de visados muestran un ligero cambio de tendencia en el agregado nacional, a escala regional sigue apreciándose una elevada heterogeneidad. Con esto, el indicador sintético de la inversión en vivienda (ISCV-BBVA) sugiere un práctico estancamiento de esta partida de la demanda en el 3T14 (0,2% t/t ; -2,6% a/a) (véase el Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7
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 3.8
España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en vivienda



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

La demanda pública se corrige a la baja, parcialmente

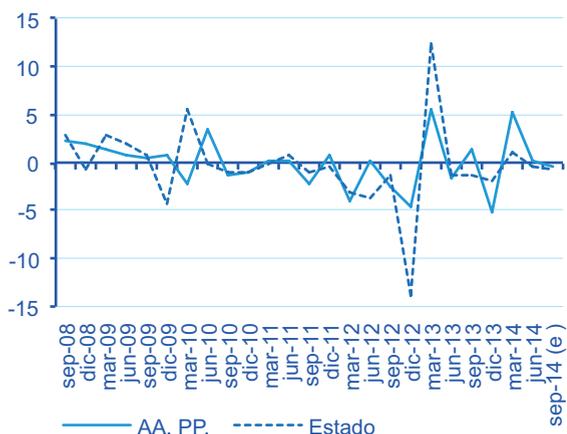
Con los datos de ejecución presupuestaria disponibles hasta septiembre de 2014 se estima que, una vez corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario (CVEC), el gasto nominal en consumo final del Estado podría haber retrocedido en torno al 0,7% t/t durante el 3T14 (véase el Gráfico 3.9). Para el conjunto de las administraciones públicas se estima que el consumo público real habría cerrado el tercer trimestre del año retomando tasas de crecimiento negativas, en torno al 0,5% t/t (0,1% a/a), tras el repunte registrado en el primer semestre del año (4,5 pp entre diciembre de 2013 y junio de 2014). Los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) sugieren además que el ajuste se concentró en el componente no salarial del gasto. De hecho, el número de asalariados del sector público se estancó entre julio y septiembre, tras el aumento observado en el primer semestre del año (véase el Gráfico 3.10).

7: La reforma fiscal podría estar teniendo ya un efecto sobre el mercado inmobiliario: los cambios en el IRPF contemplan una mayor tributación por las plusvalías derivadas de la venta de viviendas adquiridas antes de 1995, lo que podría estar incentivando las transacciones de viviendas de segunda mano antes de la entrada en vigor en enero de 2015. Desde principios del segundo semestre se aprecia ya un ligero incremento del peso de las ventas de viviendas usadas: en julio y agosto, el 87% de las viviendas vendidas pertenecían a esta tipología, mientras que en la primera mitad del año esta proporción fue del 84,5%. En la actualidad, a las plusvalías derivadas de la venta de una vivienda se les aplica un coeficiente de actualización mediante el cual se descuenta la inflación sufrida en los años transcurridos entre la compra y la venta. Además, si la vivienda fue adquirida antes de 1995 se aplican unos coeficientes de abatimiento para descontar parte de las plusvalías derivadas de las enormes revalorizaciones de las viviendas más antiguas. La reforma tributaria, que entrará en vigor en enero de 2015, elimina los coeficientes correctores de manera que en la venta se gravará la totalidad de la plusvalía. A su vez, la reforma bajará en 2015 el tipo del IRPF a las plusvalías: aquellas de hasta 6.000 euros tributarán al 20%; a las de entre 6.000 y 50.000 euros, al 22%; y a las superiores, al 24%.

Por su parte, los datos de ejecución muestran que la contracción en la inversión pública seguiría moderándose. Al respecto, los datos de licitación de obra pública del Ministerio de Fomento señalan que entre enero y agosto se produjo un incremento interanual elevado (en torno 52,0%) que, en todo caso, parte de unos niveles históricamente bajos. Esta dinámica expansiva habría seguido favoreciendo el **crecimiento de la inversión en construcción no residencial que, en esta ocasión, se habría situado en torno al 0,7% t/t (-1,5% a/a).**

Gráfico 3.9

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



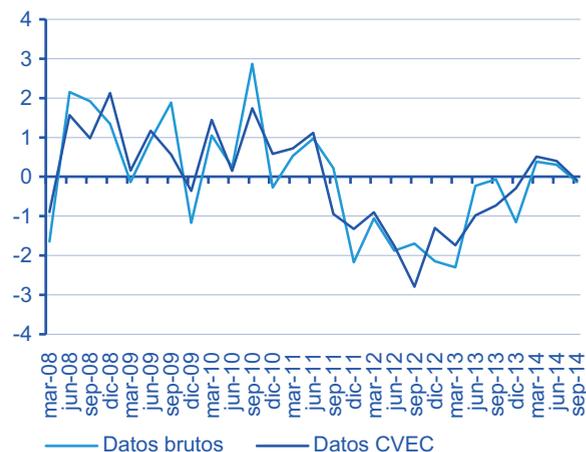
(e) estimación.

(*) No incluye, entre otras, el consumo de capital fijo.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 3.10

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Las exportaciones continúan en una senda de expansión moderada

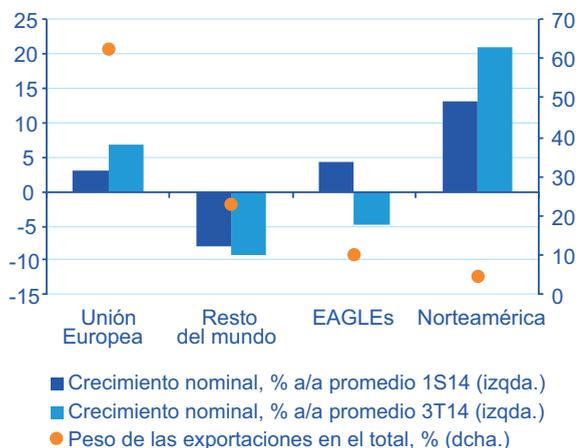
El mejor comportamiento del comercio mundial durante el **2T14 propició el retorno esperado de las exportaciones españolas a su senda de crecimiento**. Así, el trimestre se cerró con un tono expansivo (1,3% t/t; 1,7% a/a) que dejaba atrás el mal arranque del año.

Los datos disponibles del tercer trimestre dan continuidad a la expansión de las exportaciones, aunque el ritmo de crecimiento probablemente se vio limitado por la atonía de la demanda mundial (véase el Gráfico 3.11), que no se habría compensado con la dinámica de depreciación del tipo de cambio nominal. Con todo, a pesar de la presencia de factores de demanda que invitan a la cautela, la información coyuntural evidencia señales positivas para el conjunto del 3T14. En concreto, tanto las exportaciones reales CVEC de bienes provenientes de la balanza comercial, como el indicador de exportación de bienes y servicios de grandes empresas crecieron, en promedio, durante julio y agosto. Además, el balance de la cartera de pedidos de exportación de la industria continúa en una senda de recuperación sostenida. **En síntesis, se estima que las exportaciones de bienes y servicios no turísticos han registrado tasas de variación intertrimestrales en torno al 2,1% (1,5% a/a) y al 0,6% (8,6% a/a), respectivamente.**

Aunque ya se adelantaba que el turismo continuaría evolucionando de forma positiva en el 3T14, los resultados disponibles reflejan un comportamiento incluso más favorable que el esperado. Así, se registró un aumento de los turistas entrados en España del 2,6% t/t CVEC. Igualmente, el gasto real realizado por los turistas en España se habría incrementado el 1,4% CVEC, tras contraerse un 0,8% t/t CVEC en 2T14. Lo anterior permite adelantar un nuevo crecimiento del consumo de no residentes en el territorio español (véase el Gráfico 3.12).

Gráfico 3.11

España: crecimiento y composición de las exportaciones de bienes por áreas geográficas, 3T14 vs. 1S14

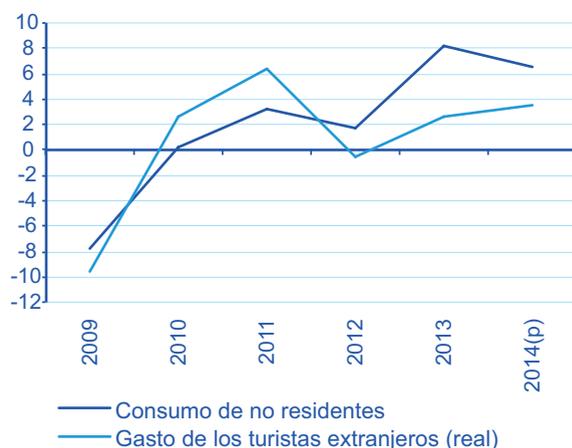


Nota: datos a agosto 2014

Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.12

Gasto de los turistas extranjeros y consumo de no residentes (% a/a)



(p) previsiones

Fuente: BBVA Research a partir de INE e Instituto de Estudios Turísticos (EGATUR)

Por lo tanto, los datos de coyuntura disponibles al cierre de este informe adelantan una desaceleración del crecimiento de las exportaciones de servicios y una nueva expansión moderada de las de bienes, lo que se traduciría en un avance del 1,6% t/t (2,7% a/a) de las exportaciones totales durante el 3T14.

Por su parte, las importaciones totales continuaron en su senda de recuperación durante el tercer trimestre (1,2% t/t; 3,0% a/a), si bien a un ritmo algo inferior al alcanzado el trimestre precedente dada la evolución menos alcista de la demanda doméstica. En su conjunto, los elementos citados propiciaron un cierre del 3T14 con una contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento trimestral (de 0,2 pp), tras un primer semestre caracterizado por una contribución promedio negativa (de -0,3 pp). De esta forma, el saldo de la balanza por cuenta corriente recuperaría parte del superávit que perdió en la primera mitad del año, anotándose hasta agosto un saldo de 1.819 millones de euros en el acumulado a 12 meses.

Los registros laborales, de menos a más

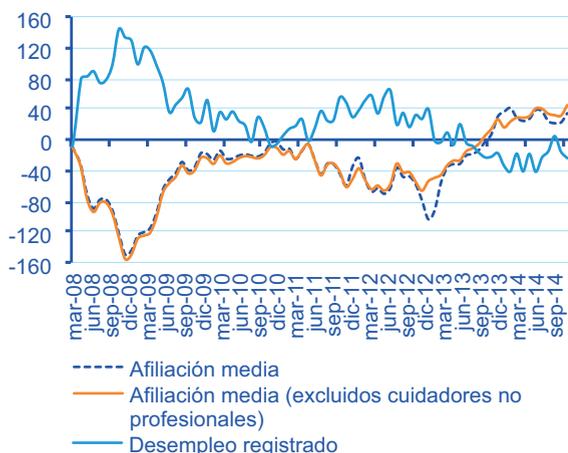
Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación media a la Seguridad Social creció por cuarto trimestre consecutivo, mientras que el desempleo registrado enlazó cinco trimestres a la baja. Pero, en línea con la actividad económica, la recuperación del mercado de trabajo se moderó en el 3T14. Así, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó cinco décimas entre julio y septiembre, tan solo una menos que en el 2T14, mientras que la reducción del desempleo registrado se contuvo hasta el -0,7% t/t desde el -1,9% del trimestre anterior (véase el Gráfico 3.13). Por último, la contratación apenas varió en el tercer trimestre tras haber repuntado el 4,2% t/t en el 2T14. Dado que tan solo el número de contratos indefinidos se incrementó, el porcentaje de temporales disminuyó 0,1 pp hasta el 91,8% CVEC.

La Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 3T14 confirmó la ralentización del ritmo de creación de empleo apuntada por los registros. La ocupación aumentó en 151.000 personas entre julio y septiembre, la mitad por causas estacionales, a pesar de la evolución desfavorable de la contratación en el sector primario. El crecimiento del empleo se debió al ascenso del número de ocupados en el sector privado (154.900 personas), tanto asalariados (dos tercios del total) como empleados por cuenta propia (un tercio). Por su parte, el empleo público disminuyó en 3.900 personas tras dos trimestres al alza. Si bien la tasa de temporalidad avanzó siete décimas hasta el 24,6%, se mantuvo estable en torno al 24,0% descontada la estacionalidad favorable del periodo.

La caída de la población activa (-44.200 personas) -causada por el descenso del número de extranjeros (-51.100 personas)- acompañó al crecimiento de la ocupación, por lo que la tasa de paro se redujo 0,8 puntos hasta el 23,7% (véase el Gráfico 3.14). Cabe destacar que el retroceso trimestral de la tasa de desempleo es el mayor en un tercer trimestre desde el 2005. De hecho, la reducción del paro fue notable incluso descontada la estacionalidad (-0,5 puntos hasta el 24,1%).

Gráfico 3.13

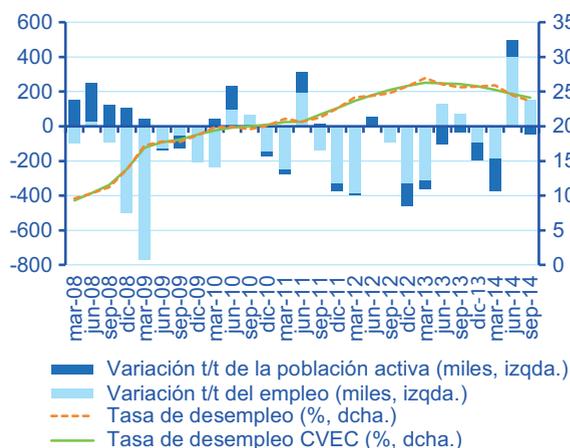
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (variación mensual en miles de personas, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.14

España: indicadores del mercado laboral



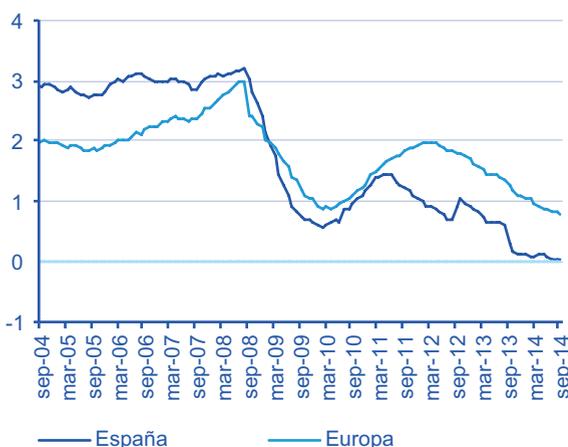
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La contención de precios y costes continúa

Tanto la inflación general como la subyacente se moderaron durante el tercer trimestre del año, hasta el entorno del -0,3% a/a y el 0,0% a/a en promedio, respectivamente⁸. La contención en los precios continuó produciéndose en un entorno de moderación de la inflación europea y de recuperación de la competitividad-precio en España. Así, las estimaciones de BBVA Research indican que el diferencial de inflación respecto a la zona euro, medido en términos del componente tendencial, se mantiene favorable a España en torno a los -0,8 pp (véase el Gráfico 3.15)⁹. La distribución de los precios al consumo CVEC muestra que el 7,8% de subclases del IPC español registraron tasas intermensuales negativas durante todo el último año, mientras que en el caso de Europa este porcentaje ascendió al 3,9% (véase el Gráfico 3.16).

Gráfico 3.15

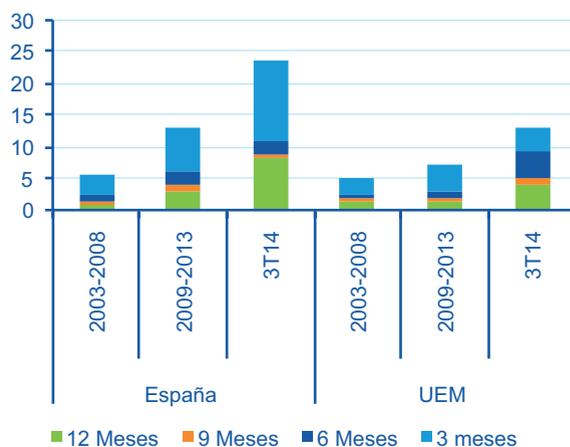
UEM: inflación tendencial (método de medias podadas, %, a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Gráfico 3.16

UEM: proporción de partidas del IPC con tasas mensuales negativas por distinto grado de persistencia (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

8: El indicador adelantado del IPC confirma la moderación esperada de la caída interanual de los precios al consumo. Nuestras estimaciones sugieren que los precios subyacentes se habrán estancado tras la reducción temporal observada en septiembre. Para más detalles véase: <https://www.bbva.com/publicaciones/espaa-avance-del-ipc-de-octubre-la-caida-de-los-precios-se-modera-en-linea-con-lo-esperado/>.

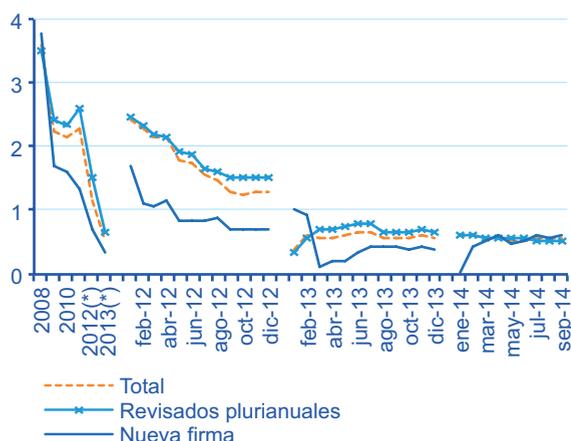
9: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en:

https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/1402_Situacion_Espaa_tcm346-423173.pdf.

La baja inflación siguió favoreciendo la contención de las demandas salariales durante el tercer trimestre. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo aumentó en torno al 0,5% a/a entre julio y septiembre en los convenios revisados plurianuales y el 0,6% en los firmados a lo largo del año en curso, que tan solo vinculan a 1.137.000 trabajadores. Este aumento coincide con el establecido como límite máximo en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva¹⁰ para el conjunto del 2014 (véase el Gráfico 3.17). Como ilustra el Gráfico 3.18, la moderación salarial evidenciada tras la entrada en vigor de la reforma laboral en el 1T12 ha supuesto una ganancia acumulada de competitividad-coste respecto a la UEM del 2,5%.

Gráfico 3.17

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



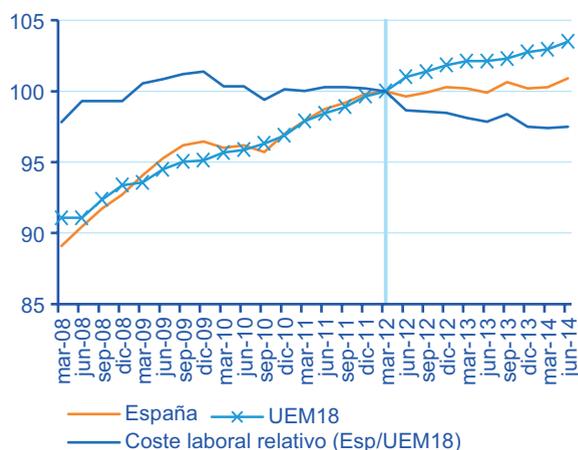
Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(*) 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

Gráfico 3.18

UEM: coste laboral por hora efectiva de trabajo en la economía de mercado (1T12=100)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

A pesar del freno en agosto, las nuevas operaciones de financiación al sector minorista siguen creciendo

Los registros de las nuevas operaciones del mes de agosto han señalado un freno frente a meses anteriores en las tasas de crecimiento de nuevas operaciones de adquisición de vivienda (-3,4% a/a), en consumo de familias (-6,1% a/a) y en pequeñas empresas (5,5% a/a en préstamos hasta 1 millón de euros, que se utilizan como proxy del crédito a pymes), y un comportamiento mejor que en julio en el resto de financiación a familias (13,6% a/a) y en préstamos a grandes empresas (-9,5% a/a en más de 1 millón de euros).

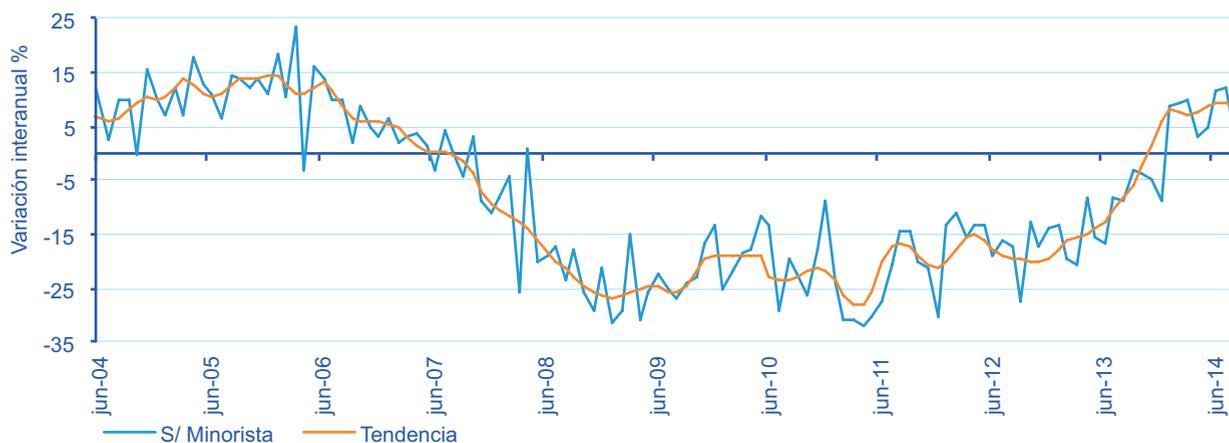
Sin embargo, cuando observamos el acumulado de los primeros ocho meses de 2014 y se suaviza la fuerte volatilidad inherente en estas estadísticas, observamos que las nuevas operaciones de financiación a grandes empresas han registrado una caída del -18,1% frente al mismo periodo del año anterior, en parte explicada por el mejor acceso a otras fuentes de financiación y, en parte, por el necesario desapalancamiento de ciertos sectores sobreendeudados. **La nueva financiación a pyme sigue evolucionando favorablemente** y muestra un crecimiento del 6,6% respecto al mismo acumulado del año previo, lo que refleja la apuesta de las entidades de crédito por este tipo de empresas. **La nueva financiación a los hogares sigue mostrando signos de fortaleza en el año.** Así, la nueva facturación de crédito al consumo acumula un aumento del 15,8% hasta agosto, y la de vivienda del 17,7%, cuando al finalizar el primer semestre ambas se aproximaban al 20%. Por último, el resto de la nueva financiación a hogares continúa con la mejora iniciada desde principios de año y ya muestra un ligero aumento acumulado del 0,7%.

10: Nótese que el II AENC 2012-2014 establecía que si el incremento del PIB en 2013 fuese inferior al 1%, el aumento salarial pactado para el 2014 no excedería del 0,6%.

En definitiva, aunque el total de nuevas operaciones no ha mostrado una recuperación clara -acumula en los ocho primeros meses del año un retroceso del -7,1% debido a la nueva financiación a grandes corporaciones- **las operaciones al segmento minorista** (familias y pymes), han registrado un aumento acumulado del 8,1%. Lo anterior **permite continuar siendo optimistas**, a pesar del necesario proceso de desapalancamiento de los stock acumulados de crédito.

Gráfico 3.19

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



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

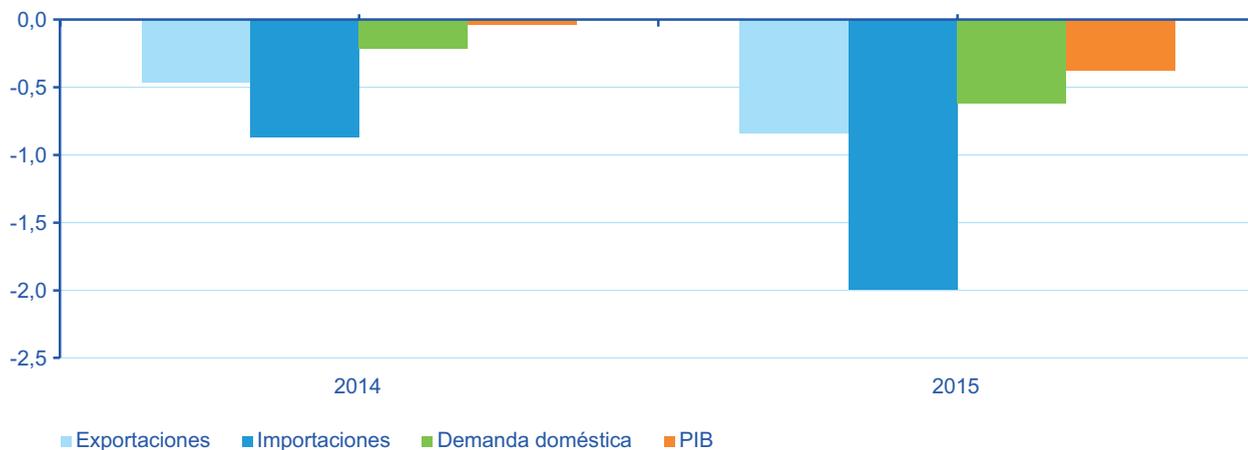
Escenario 2014-2015: crecimiento amparado en factores internos y externos

Como se señala en la introducción, **los cambios en las perspectivas económicas en el área del euro motivan una revisión a la baja** de las cifras de crecimiento de los flujos comerciales y, consecuentemente, de la actividad económica en España (véase el Gráfico 3.20). **En 2014 la actividad crecerá el 1,3% y en 2015 se acelerará hasta el 2,0%, 0,3 pp por debajo de lo que adelantaba la anterior edición** de esta publicación. Como se analiza en el Recuadro 1, tradicionalmente un punto porcentual menos de crecimiento de la economía europea supone un impacto similar en el PIB español.

No obstante, la recuperación debería continuar apoyada en factores tanto externos como internos. La economía global seguirá expandiéndose lo que, junto a la depreciación del euro, propiciará un incremento robusto de las exportaciones españolas. A nivel doméstico, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios, el descenso en el precio del petróleo y los estímulos de las políticas fiscal y monetaria apoyarán un aumento de la demanda interna (véase el Cuadro 3.1).

Gráfico 3.20

España: impacto estimado de la reducción del crecimiento en Europa (pp)



Fuente: BBVA Research

Cuadro 3.1

España: previsiones macroeconómicas

% a/a salvo indicación contraria	1T14	2T14	3T14 (e)	2013	2014 (p)	2015 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,2	2,0	1,8	-2,4	1,8	1,5
G.C.F Hogares	1,7	2,4	2,4	-2,3	2,1	1,8
G.C.F AA. PP.	-0,2	1,1	0,1	-2,9	1,0	0,9
Formación Bruta de Capital	-1,3	1,4	1,5	-3,7	0,7	4,2
Formación Bruta de Capital Fijo	-1,2	1,2	1,2	-3,8	0,6	4,3
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	0,7	1,9	1,7	-2,7	1,6	2,0
Exportaciones	7,4	1,7	2,7	4,3	3,7	5,3
Importaciones	8,6	3,9	3,2	-0,5	4,8	5,5
Saldo exterior (*)	-0,2	-0,7	-0,1	1,4	-0,3	0,1
PIB real pm	0,5	1,2	1,6	-1,2	1,3	2,0
PIB nominal pm	-0,1	0,8	1,6	-0,6	1,2	3,4
Pro-memoria						
Empleo total (EPA)	-0,5	1,1	1,6	-2,8	1,0	1,8
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	25,9	24,5	23,7	26,1	24,4	23,1
Empleo total (e.t.c.)	-0,4	0,8	1,2	-3,3	0,8	1,5

(*) Contribuciones al crecimiento

(e): estimación; (p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE

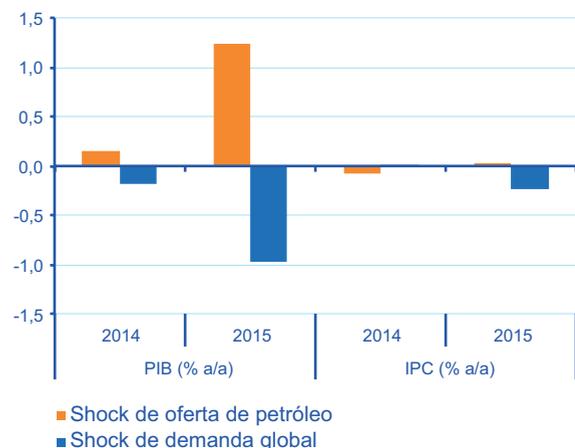
Aunque los sesgos que se han materializado no suponen una interrupción de la recuperación, no hay espacio para la complacencia. El crecimiento de la economía española sigue estando supeditado, entre otros factores, a los ajustes estructurales. En este sentido, la mejora cíclica que se espera no debe reducir el ritmo de corrección de los desequilibrios acumulados. **Es necesario que tanto España como Europa trabajen en políticas de oferta que mejoren las perspectivas económicas en el medio y largo plazo.** Aunque se valoran positivamente los esfuerzos estabilizadores de la política monetaria, es igualmente necesario seguir avanzando hacia la unión bancaria en Europa.

En cualquier caso, en esta ocasión también existen riesgos potenciales al alza. Durante las últimas semanas se han producido ajustes en el mercado de petróleo que sitúan el precio del tipo Brent en torno a los 85 dólares por barril, algo más de un 20% por debajo del precio medio observado en 2013. A pesar de la incertidumbre acerca de la naturaleza de esta perturbación, la información disponible sugiere que con una mayor probabilidad se corresponde con un *shock* de oferta que con un *shock* demanda global. De ser así, y prolongarse esta perturbación en el mercado del crudo, supondría un alivio para el sistema productivo y, por tanto, una presión al alza sobre el crecimiento. Las estimaciones de BBVA Research¹¹ señalan que, de tratarse de aumento relativo de la oferta de petróleo, una reducción temporal (en torno a un año) del precio equivalente a un 20% podría tener un impacto en el PIB cercano a 1,0 pp durante el próximo año. Si la perturbación fuese de carácter permanente, podría incrementar el PIB en torno a los 1,2 pp (véase los Gráficos 3.21 y 3.22).

11: Las estimaciones presentadas en este informe se han obtenido a partir de un VAR estructural del mercado del petróleo, identificado con restricciones de signo. Para más detalles acerca de los efectos del precio del petróleo sobre la actividad y los precios de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011, disponible en: https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/migrados/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf.

Gráfico 3.21

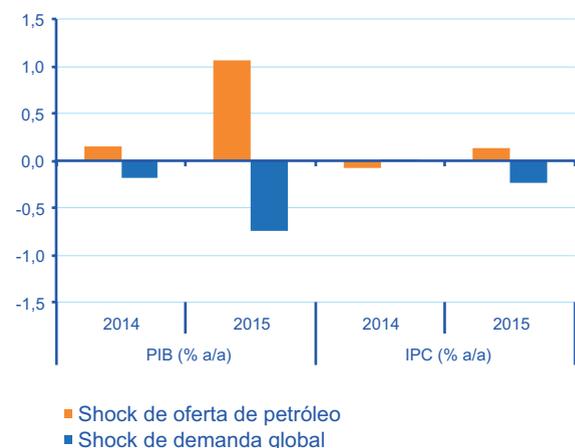
España: impacto estimado de una reducción permanente en los precios del petróleo del 20% por tipología de shock (desviación respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.22

España: impacto estimado de una reducción temporal (1 año) en los precios del petróleo del 20% por tipología de shock (desviación respecto al escenario base)



En el caso de la reducción temporal se considera una perturbación en el mercado del crudo que se manifiesta en una reducción de un 20% en el nivel de los precios del petróleo y, que al cabo de un año, se disipa volviendo a los niveles del escenario base
Fuente: BBVA Research

La recuperación económica favorece el giro hacia una política fiscal expansiva

En el corto plazo, la rebaja impositiva que ha planteado el Gobierno¹² supondrá un impulso al crecimiento en 2015 y 2016 ya que se espera que la reforma reduzca de forma significativa el tipo medio efectivo sobre la base liquidable del IRPF. Más aún, se espera que lo anterior se produzca sin que se ponga en peligro el cumplimiento de los objetivos de estabilidad, gracias a la mejora cíclica que se prevé en algunos ingresos y gastos, así como el espacio que dará un entorno de menores tipos de interés que los presupuestados. En este contexto, para 2014 se prevé que la recuperación económica y el menor coste de financiación sigan teniendo efectos positivos sobre la recaudación impositiva, sobre el gasto en prestaciones por desempleo y en los intereses de la deuda. Junto a ello, las políticas de contención del empleo público en marcha seguirá reduciendo el gasto en remuneración de asalariados. Como resultado, **el déficit público se situará en torno al 5,5% del PIB a finales de 2014, en línea con el objetivo de estabilidad presupuestaria estimado por el Gobierno.**

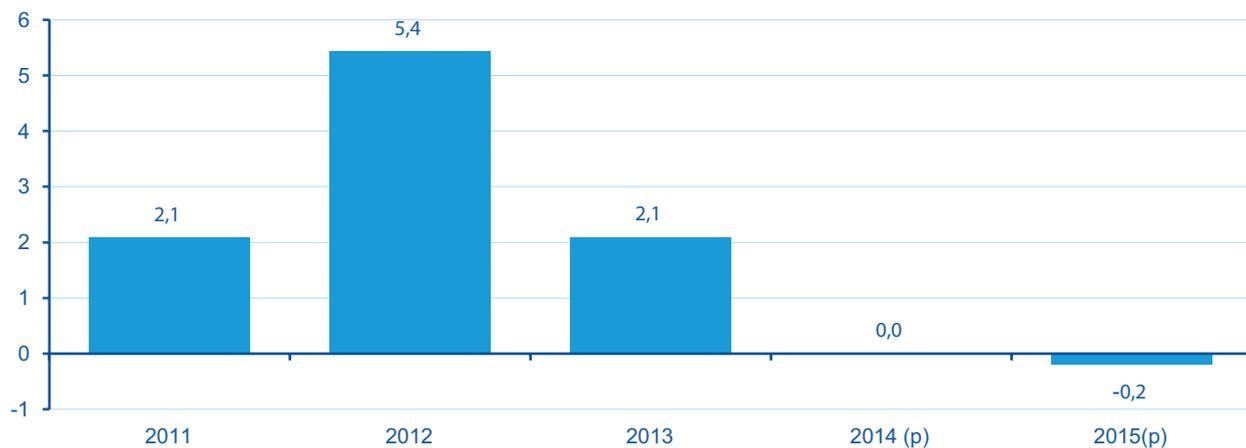
Para 2015 ni los Presupuestos Generales del Estado ni el Plan presupuestario presentados por el Gobierno incluyen novedades relevantes en cuanto a la política fiscal, más allá de la rebaja impositiva. Así, las previsiones de BBVA Research apuntan a que la rebaja fiscal producirá una caída de los ingresos estructurales de las administraciones públicas que, en el corto plazo, se verá compensada por el impulso cíclico de los recursos tributarios. Igualmente, el ciclo económico seguirá favoreciendo la reducción del gasto público (sobre todo, del vinculado a las prestaciones sociales y al gasto en intereses). Adicionalmente, quizá se siga observando un ligero ajuste en el resto de partidas de gasto, más intenso en el gasto corriente que en el de capital. De esta forma, **se espera que, con las políticas anunciadas hasta el momento, el déficit de 2015 se sitúe en torno al objetivo de estabilidad (4,2% del PIB)** (véase el Gráfico 3.23).

Por todo ello, **se espera que la consolidación fiscal suavice su contribución negativa al crecimiento durante 2014.** En concreto, se prevé que el consumo público registre un crecimiento para el conjunto del año del 1,0%. Por su parte, la inversión en construcción no residencial habría finalizado su ajuste, y se espera que recupere gradualmente en lo que queda del año. Según las previsiones de BBVA Research, **el tono contractivo de la política fiscal desaparecerá en 2015**, lo que hace prever una nueva recuperación tanto del consumo público como de la inversión en construcción no residencial.

12: Véase en el Recuadro 2 un análisis del impacto de la rebaja tributaria del IRPF.

Gráfico 3.23

España: esfuerzo fiscal observado hasta 2013 y esfuerzo necesario para cumplir los objetivos presupuestarios de 2014 y 2015



(p) previsión

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

La política monetaria será más expansiva de lo previsto hace tres meses

Dada la ralentización de la economía europea, el BCE ha actuado de una forma más agresiva que la esperada. En particular, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE decidió recortar el tipo de referencia principal en 10 pb hasta dejarlo en el 0,05%, un mínimo histórico, en la reunión sobre política monetaria celebrada a inicios del mes de septiembre. Adicionalmente, el CG decidió reforzar el paquete anunciado en junio y ha comunicado los detalles de su programa de compra de valores respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés) y de bonos garantizados. Estas medidas se unen a acciones anteriormente anunciadas como el programa de operaciones focalizadas de refinanciación de largo plazo (TLTRO), que han mostrado el compromiso del BCE para apoyar el crecimiento de la demanda y del crédito y que han hecho que las expectativas de tipos a 10 años del bono español se reduzcan considerablemente. **En particular, la previsión de BBVA Research apunta a un coste de financiación promedio a largo plazo de alrededor del 2% en 2015, más de 100 pb por debajo de lo previsto hace 3 meses.** Más aún, el reciente ejercicio de pruebas de tensión por el que ha pasado el sistema financiero europeo, debería ayudar a continuar reduciendo la fragmentación existente, beneficiando especialmente a países como España. En todo caso, continúa habiendo incertidumbre respecto a la transmisión de estas acciones de política a los costes de financiación de empresas y familias, y al crecimiento del crédito. En el Recuadro 3, se estima que, dependiendo del escenario, acciones como el TLTRO podrían añadir al crecimiento del PIB español entre 0,2 y 0,8 pp, aunque sólo en el corto plazo.

Esta combinación de políticas, apoyará el crecimiento de la demanda interna a corto plazo

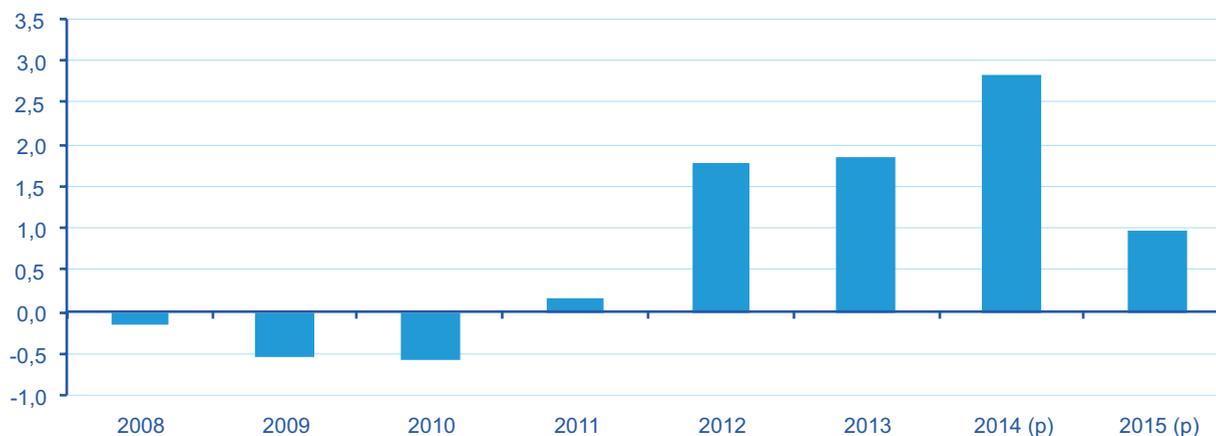
Las perspectivas del consumo de los hogares apenas han variado durante el último trimestre. La recuperación del empleo y la reducción del IRPF a partir del 2015 contribuirán a la recuperación de la renta disponible tanto este año como, sobre todo, el próximo. El crecimiento esperado de la riqueza financiera, la ausencia de presiones inflacionistas, la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente bajos y el ajuste del ahorro compensarán el deterioro de la riqueza inmobiliaria y la incertidumbre asociada a la desaparición del PIVE. Asimismo, se prevé que las nuevas operaciones de financiación al consumo sigan aumentando durante los próximos trimestres en un contexto de despalancamiento del saldo vivo de crédito.

En síntesis, mientras que la leve mejora de las expectativas sobre la renta y la riqueza para el último trimestre del año en curso sugiere una **revisión al alza del crecimiento del consumo privado de casi dos décimas en el 2014 hasta el 2,1%, los riesgos a la baja sobre la actividad aconsejan una corrección de dos**

décimas para el 2015 hasta el 1,8%. Al respecto, se estima que los hogares continúan consumiendo por encima de lo justificado por sus fundamentos, lo que contribuye a explicar la reducción duradera de la tasa de ahorro y anticipa una ralentización del gasto a medio plazo (véase el Gráfico 3.24).

Gráfico 3.24

España: brecha del consumo privado (diferencia entre el gasto observado y el explicado por fundamentos. % del gasto explicado por fundamentos)



(p): previsiones

Fuente: BBVA Research

Las expectativas sobre la inversión en maquinaria y equipo se revisan a la baja como consecuencia principalmente, de los peores datos y expectativas de crecimiento en la Eurozona y, en consecuencia, de unas previsiones de expansión de los flujos comerciales inferiores a las previstas anteriormente. Sin embargo, la demanda final continuará aumentando y estimulará a la inversión productiva. En este contexto, la acumulación de fondos propios por parte de las empresas y las medidas de relajación monetaria y de apoyo a la disponibilidad de crédito puestas en marcha por el BCE favorecerán la financiación de nuevos proyectos de inversión. Con todo, **las expectativas de crecimiento de esta partida de la demanda se sitúan en el 8,2% para 2014 y el 6,5% en 2015, 0,3 pp y 0,8 pp por debajo de lo estimado en el trimestre anterior, respectivamente.**

Por su parte, la previsión de la inversión en vivienda se mantiene prácticamente constante respecto al escenario descrito en la anterior edición de esta publicación. Como se analiza en el Recuadro 4, se percibe que el sector se encuentra cerca de un punto de inflexión, ya que varios de los fundamentales que preceden a incrementos en la inversión residencial comienzan a mostrar tendencias positivas. Así, la reducción de los tipos de interés,¹³ el incremento de la riqueza financiera, la disminución de la incertidumbre en el mercado laboral, la estabilización de los precios o el incremento en el número de visados adelantan que la probabilidad de observar un aumento del gasto en vivienda se ha incrementado durante los últimos trimestres. Por lo tanto, aunque **se espera que la inversión en construcción de vivienda concluya 2014 con un deterioro del -3,6% (frente al -8,0% de 2013), en 2015 se observaría un crecimiento del 4,9%.**

Con respecto a las expectativas sobre exportaciones, **el crecimiento anémico de la eurozona es el principal elemento del escenario con capacidad de lastrar su comportamiento** en el bienio 2014-2015. Si bien la economía española está cada vez más diversificada, tanto en productos como en geografías¹⁴, la ausencia de dinamismo de la demanda proveniente de la UEM acabará restando potencial exportador, a pesar de la previsible depreciación del euro y la evolución favorable del diferencial de precios (véase el

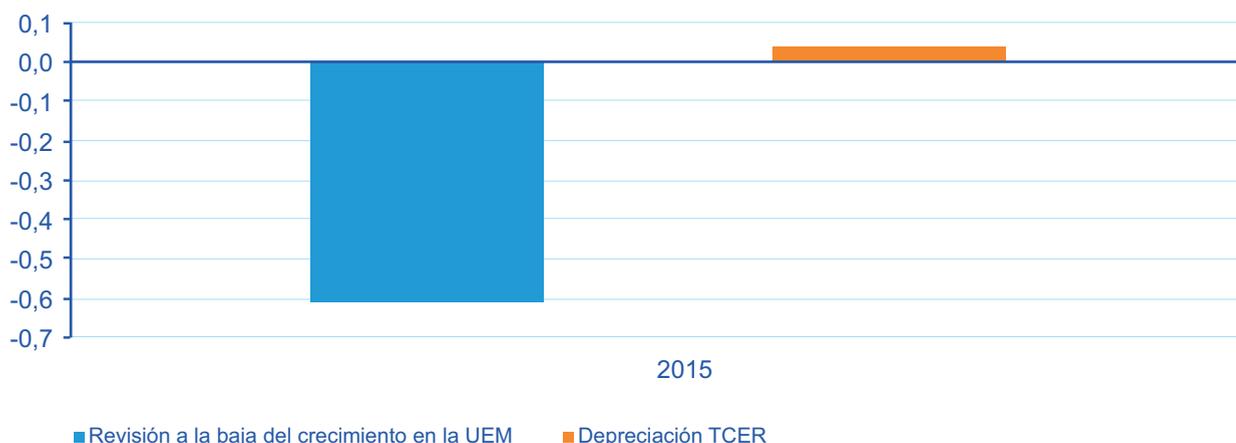
13: Además, no se espera que las medidas aprobadas por el BCE dirigidas a aumentar la liquidez en la economía real tengan un gran impacto en el sector inmobiliario. Desde el punto de vista de la demanda, debe tenerse en cuenta que buena parte de la liquidez obtenida (conseguida a través de TLTROs) no podrá destinarse a engrosar la cartera hipotecaria. Por otro lado, a pesar de que la compra anunciada por el BCE incluye activos con respaldo hipotecario, se exigirá una calidad mínima de estos, lo que limita la concesión de liquidez por esta vía ya que el grueso de los de mayor calidad habrían sido ya colocados por las entidades. En la medida que lo anterior pudiera favorecer una reducción de los *spreads* hipotecarios, el impacto sería algo más positivo, pero, en cualquier caso, limitado.

14: Un análisis de la diversificación productiva y geográfica de la economía española se encuentra en el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/migrados/1402_Situacion_Espana_tcm346-423173.pdf.

Gráfico 3.25)¹⁵. Así, se revisa a la baja el crecimiento esperado de las ventas al exterior en 2014 (hasta el 3,7%) y en 2015 (hasta el 5,3%). No obstante, los cambios estructurales por los que ha transitado el sector exportador todavía permiten adelantar un cierre de bienio con un crecimiento promedio saludable (4,5% a/a).

Gráfico 3.25

España: impacto de la revisión de los supuestos externos sobre el crecimiento de las exportaciones de bienes españoles (Diferencia en pp respecto al escenario base presentado en septiembre de 2014)



Fuente: BBVA Research

En línea con este escenario, **las importaciones se resienten del menor pulso exportador y se revisan a la baja en 2014 (hasta el 4,8% a/a) y en 2015 (hasta el 5,5% a/a)**. Sin embargo, el buen comportamiento de la demanda doméstica compensará parte de la desaceleración causada por el rebajado tono exportador. Así, **la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento será negativa de forma transitoria en 2014 (de -0,3 pp), volviendo a valores positivos a partir de 2015 (de 0,1 pp)**. Todo lo anterior continúa planteando un reto importante de cara a mantener saldos positivos en la balanza por cuenta corriente, dada la necesidad de desapalancamiento externo de la economía española. Con todo, el ajuste estructural del déficit en marcha, unido a la menor aportación positiva del componente cíclico al saldo exterior, dará lugar a un superávit de la balanza por cuenta corriente del 1,7% del PIB en promedio, cifra inferior a la deseada¹⁶.

Pese a que el mercado de trabajo mejora con la actividad, persisten desequilibrios

En línea con la actividad, las perspectivas del mercado de trabajo han experimentado cambios menores desde la publicación de la anterior edición de Situación España. El dinamismo esperado de la economía y la mayor eficiencia del mercado laboral contribuirán a incrementar la ocupación del sector privado y a reducir la tasa de desempleo. Así, en 2014 se espera un crecimiento del número de ocupados del 1,0% y una reducción de la tasa de paro de 1,7 puntos hasta el 24,4%. **En 2015, la creación de empleo se acelerará hasta el 1,8% -tres décimas menos de lo previsto hace tres meses-, pero la reducción de la tasa de desempleo (hasta el 23,1%) será menor que la esperada para 2014** dada la evolución menos desfavorable de la población activa.

Los datos del último semestre indican que la contratación a tiempo completo está cobrando dinamismo (véase el Gráfico 3.26). Si la tendencia se mantiene durante los próximos trimestres, la evolución del empleo equivalente a jornada completa será análoga a la del total. Las previsiones de BBVA Research, ilustradas en el Gráfico 3.27, indican que la ratio de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo sobre el total de puestos de trabajo apenas se reducirá dos décimas, hasta el 87,3% a finales del 2015. Dada la expectativa de crecimiento económico detallada anteriormente, la evolución esperada del empleo equivalente a tiempo completo sugiere una ralentización del aumento de la productividad aparente del factor trabajo (PAFT).

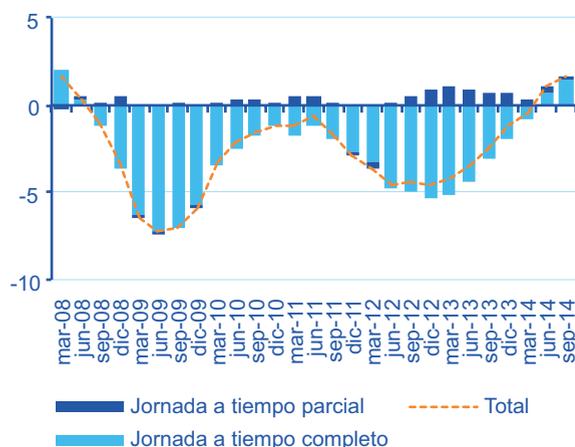
¹⁵: Sobre el papel del tipo de cambio efectivo real en las exportaciones españolas, véase el Recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2012, disponible en: https://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1211_Situacionespana_tcm346-360814.pdf?ts=14112012.

¹⁶: 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: https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/migrados/131028_Observatorio_Cuenta_Corriente_Espa_a_Esp_tcm346-407130.pdf.

Así, se prevé la PAFT se incremente en torno al 0,5% en promedio durante el bienio 2014-2015 tras haber aumentado el 2,0% en 2013.

Gráfico 3.26

España: contribuciones al crecimiento interanual del empleo (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.27

España: puestos de trabajo ETC/puestos de trabajo totales (%)



(p): previsión
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La Estrategia de Activación para el Empleo es bienvenida, aunque existe espacio de mejora

Pese a la mejora de la coyuntura del mercado de trabajo, persisten desequilibrios notables. Por ello, se valora positivamente la aprobación de la Estrategia de Activación para el Empleo 2014-2016¹⁷.

La estrategia, consensuada con las comunidades autónomas, pretende modernizar los Servicios Públicos de Empleo (SPE) para impulsar las políticas activas de empleo (PAE). Se articula en torno a seis ejes de actuación: orientación, formación, oportunidades de empleo, igualdad de oportunidades en el acceso al empleo, emprendimiento y mejora del marco institucional. Se distinguen dos grupos de objetivos: estructurales y coyunturales (“estratégicos”). Entre los primeros destacan la realización de un diagnóstico individualizado de cada demandante de empleo, el diseño de un itinerario personalizado, la mejora del ajuste de la formación profesional para el empleo a las necesidades del mercado de trabajo, el fomento de la inserción laboral de los perceptores de prestaciones por desempleo, la promoción de la movilidad funcional, sectorial y geográfica, el fomento del empleo autónomo y el impulso a la coordinación entre los SPE y a la colaboración público-privada en intermediación laboral.

Los segundos, de carácter coyuntural, señalan tanto los grupos de población con mayores dificultades de inserción laboral como los sectores con mejores perspectivas. Para el periodo 2014-2016, destacan la mejora de la empleabilidad de los jóvenes, de los desempleados de larga duración, de los beneficiarios del PREPARA y de los mayores de 55 años, la promoción de la calidad de la formación profesional para el empleo, el refuerzo de la vinculación de las políticas activas y pasivas de empleo y el impulso al emprendimiento.

Los objetivos coyunturales se concretarán en los Planes Anuales de Políticas de Empleo (PAPE). El PAPE correspondiente al 2014, aprobado a finales de septiembre¹⁸, establece las actuaciones que cada comunidad autónoma llevará a cabo durante el año en curso, tanto las que considera prioritarias dada su idiosincrasia, como las que son de ámbito estatal. Si bien se establecen 422 acciones y medidas -el 91,7% específicas de cada región- el 86,6% del presupuesto (3.500 millones de euros) se concentra en los ejes de formación y de oportunidades de empleo (sobre todo, bonificaciones a la contratación) (véase el Gráfico 3.28).

A diferencia de las precedentes, la Estrategia de Activación para el Empleo destaca por su naturaleza plurianual, que revela un diagnóstico adecuado de algunas de las debilidades estructurales del mercado

17: Real Decreto 751/2014, de 5 de septiembre, por el que se aprueba la Estrategia Española de Activación para el Empleo 2014-2016. Disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2014/09/23/pdfs/BOE-A-2014-9623.pdf>.

18: El Plan Anual de Políticas de Empleo para el año 2014 está disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2014/09/24/pdfs/BOE-A-2014-9666.pdf>.

de trabajo español y el compromiso para resolverlas. Además, sobresalen la correcta identificación de los colectivos más vulnerables y la orientación a resultados, que condiciona la distribución futura del presupuesto de las PAE. Para ello, se han diseñado indicadores específicos para cada uno de los 33 objetivos estructurales y estratégicos que permiten evaluar su grado de cumplimiento por parte de las comunidades autónomas¹⁹, lo que exige un seguimiento exhaustivo de cada programa de activación. Por último, la estrategia es fruto del acuerdo entre los Servicios Públicos de Empleo estatal y regionales, lo que debería incrementar sus probabilidades de éxito.

El establecimiento de un sistema de evaluación y la mejora de la coordinación entre los servicios de empleo son condiciones necesarias para aumentar la eficacia y eficiencia de las PAE, pero no suficientes. Al respecto, dada la magnitud del problema, sería necesario aumentar la dotación presupuestaria destinada a programas de activación. Si bien el gasto de España en PAE en relación con el PIB se ha situado por encima del promedio de la Unión Europea durante la crisis, la cuantía por persona que busca empleo ha sido menor. El Gráfico 3.29 muestra que el gasto en PAE por persona que desea trabajar ascendió a 1,4 miles de euros en España durante el período 2008-2012 (en términos promedio), un 25,5% inferior al de la UE-15 y entre tres y cuatro veces menor que la cuantía invertida por los Países Bajos y Dinamarca, las dos economías que constituyen el paradigma de la flexiseguridad laboral.

En segundo lugar, sería conveniente reorientar una parte de los recursos destinados a bonificar la contratación hacia actuaciones que aumenten la empleabilidad de los trabajadores, especialmente la de aquellos que perdieron su empleo por ajustes de carácter estructural. Durante la crisis, España ha destinado en torno a un tercio de los fondos dedicados a PAE a incentivar la contratación, mientras que los gastos en formación, integración laboral y reciclaje profesional han sido comparativamente reducidos (véase el Gráfico 3.30). El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2015 reinciden en los incentivos a la contratación como estrategia primordial de activación. Así, las bonificaciones suponen el 31,6% del presupuesto para políticas de fomento del empleo.

En tercer lugar, los desempleados deberían ser los principales destinatarios de las acciones formativas. Tan solo el 38,9% de los gastos presupuestados para 2015 en programas de formación tiene como destino el colectivo de parados. Además, las acciones formativas deberían extender su duración para proporcionar conocimientos específicos. La evidencia indica que los desempleados participantes tienden a agruparse en acciones poco especializadas y de corta duración. Los últimos datos disponibles²⁰ muestran que:

- Uno de cada cinco parados que completaron un programa formativo en 2013 adquirió conocimientos genéricos de formación y gestión.
- La mitad de los desempleados formados el pasado año participaron en cursos cuya duración fue inferior a las 200 horas, y únicamente un 21,2% completó un programa de 400 o más horas.

Para mejorar la eficiencia de la formación para el empleo, también sería aconsejable mejorar los procesos de evaluación, aumentar el grado de competencia entre los oferentes de acciones formativas y extremar el rigor presupuestario. Por ello, **se valoran favorablemente las líneas maestras de la futura reforma del sistema de formación profesional para el empleo²¹.** En particular, son bienvenidas la adopción del principio de libre concurrencia entre entidades formativas, el desarrollo de un sistema integrado de información que garantice la trazabilidad de las acciones y la creación de unidad especializada en el control de las actividades de formación con capacidad efectiva de sanción.

Por último, sería deseable que los sucesivos planes anuales de empleo se aprobasen con mayor antelación. Las comunidades autónomas conocen los indicadores y criterios que se utilizarán para la evaluación de los programas de activación con seis meses de antelación, lo que puede condicionar el diseño de las políticas y limitar su eficacia.

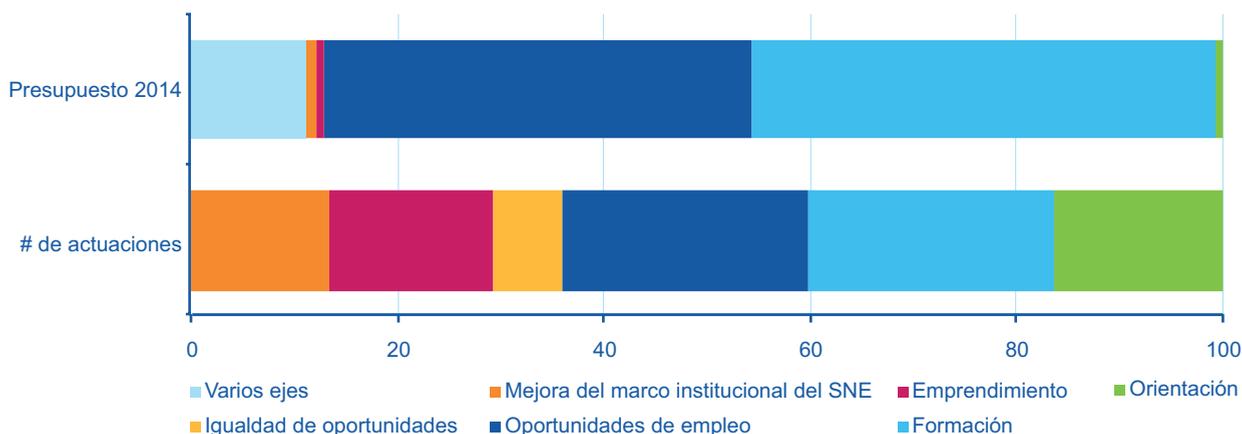
19: La orientación a resultados comenzó en el año 2013, y el cumplimiento de objetivos ha sido determinante para el reparto del 40% de los fondos durante el año en curso. Los resultados de la evaluación del Plan para 2014 condicionarán la distribución del 60% de los fondos para 2015. Adicionalmente, se establecen hasta 4 puntos porcentuales adicionales de financiación para aquellas regiones que obtengan mejores resultados.

20: Anuario de Estadísticas del Ministerio de Empleo y Seguridad Social, disponible en: <http://www.empleo.gob.es/estadisticas/ANUARIO2013/welcome.htm>

21: Véase: <http://prensa.empleo.gob.es/WebPrensa/noticias/ministro/detalle/2306>.

Gráfico 3.28

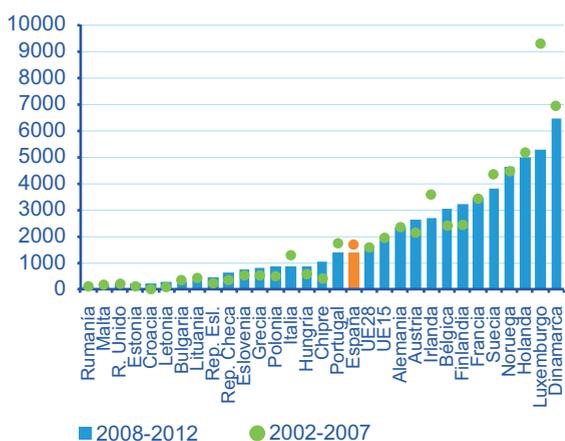
España: acciones y medidas del Plan Anual de Política de Empleo de 2014



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.29

Gasto en políticas activas de empleo (€ PPA por persona que desea trabajar)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 3.30

Composición del gasto en políticas activas de empleo (% PIB, promedio de cada periodo)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat y OCDE

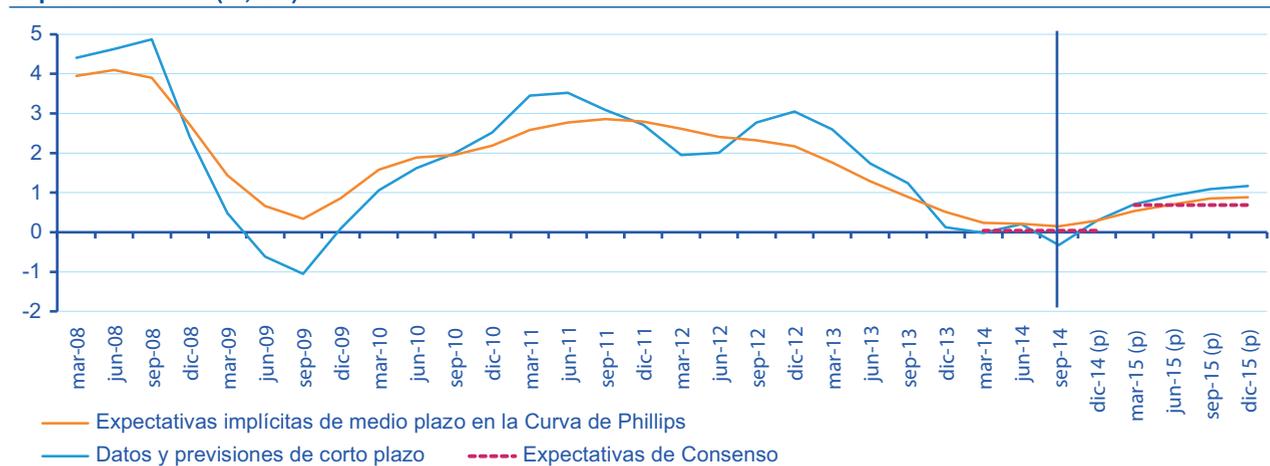
La inflación vuelve gradualmente a terreno positivo

Si bien se espera que la actividad y el empleo sigan recuperándose paulatinamente, el elevado **nivel de desempleo contendrá el surgimiento de tensiones inflacionistas de demanda**. Por el lado de la oferta doméstica, el proceso de recuperación de competitividad de la economía española tampoco hace sospechar de presiones al alza en los precios. No obstante, la **depreciación prevista del tipo de cambio del euro supondrá una mayor inflación importada** que, en todo caso, se compensará sólo parcialmente con el menor precio esperado del petróleo.

Aunque las expectativas de inflación se encuentran por debajo del objetivo, tanto en Europa como en España, continúan en niveles positivos, a lo que contribuyen las medidas que desde junio ha venido aprobando el BCE (reducción de tipos de interés y fomento la disponibilidad de crédito). En consecuencia, **se mantienen las estimaciones de práctico estancamiento de los precios en 2014 (0,0% en promedio en 2014) y de crecimiento positivo a lo largo de 2015 (promedio: 1,0%)** (Véase el Gráfico 3.31). En este escenario, el diferencial de inflación respecto a la zona del euro se mantendrá favorable a España en 2014 (+0,5 pp en promedio) y se irá cerrando gradualmente en 2015 (0,0% en promedio).

Gráfico 3.31

España: inflación (% a/a)



(p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de NE y Consensus Forecast INC

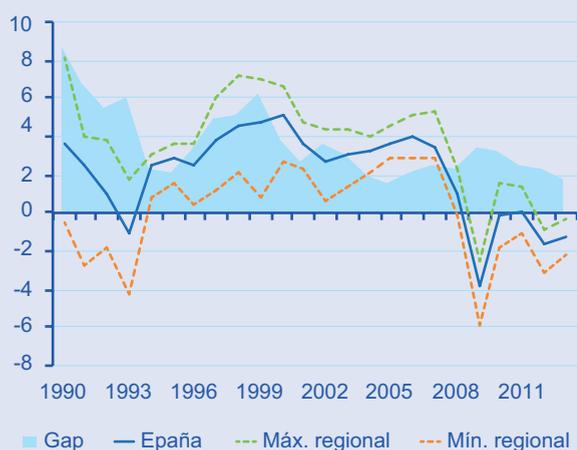
Recuadro 1. ¿Qué comunidades son más sensibles al ciclo europeo? Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR

Introducción

En las tres décadas previas al año 2007, la economía española experimentó un crecimiento sostenido, que, en media, superó el 2,5% anual. Pese a este periodo de bonanza económica, **la actividad doméstica se vio afectada por diferentes eventos que impactaron con distinta intensidad a cada comunidad autónoma, así como por factores idiosincráticos propios de cada región** (véase el Gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.1

España: crecimiento anual del PIB (a/a, %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El objetivo de este recuadro es tratar de cuantificar los impactos de algunos de estos eventos sobre el crecimiento, así como ayudar a explicar una parte de la heterogeneidad que se observa a nivel regional. En este contexto, se requieren herramientas estadísticas que permitan capturar en detalle el patrón de interrelaciones económicas entre las distintas regiones de la economía española. Para ello, **este trabajo introduce una nueva herramienta macroeconómica de naturaleza multiregional (BBVA-RVAR)**. Esta herramienta permite, entre otras utilidades, cuantificar los efectos y la transmisión de los *shocks* generados tanto a nivel europeo y nacional, o los originados dentro de las propias comunidades autónomas, haciendo uso del componente espacial/comercial entre regiones.

Lo anterior resulta especialmente importante, sobre todo en un entorno, que, como se explica en la Sección 2 de esta publicación, apunta a una desaceleración de la actividad en el conjunto de la UEM. Los resultados señalan que, en el corto plazo, **una disminución de 1,0 pp en el PIB europeo, se traduce en una caída de un 0,9 pp en el PIB español**. En sentido opuesto, **una depreciación del 10% del tipo de cambio euro/dólar, podría contribuir en 0,5 pp al crecimiento del PIB nacional**. Finalmente, estas elasticidades se replican para la mayoría de las comunidades, y se observa que en ambos casos el grado de apertura comercial puede introducir cierta heterogeneidad en el impacto medio esperado de los *shocks* a nivel regional. En particular, comunidades como Extremadura, La Rioja, Cantabria o Aragón serían las más afectadas por un entorno de menor crecimiento del esperado en Europa, al tener la UEM un mayor peso en sus exportaciones de bienes. Por otro lado, País Vasco, Cataluña, Galicia y Navarra, comunidades autónomas donde el comercio exterior de bienes representa más del 60% del PIB, serían las más beneficiadas de la depreciación del euro frente al dólar que se está observando.

Las siguientes secciones introducen una breve síntesis de la metodología utilizada para, a continuación, presentar los resultados. El recuadro concluye con propuestas sobre algunos de los factores que podrían estar detrás de la heterogeneidad que se observa como respuesta a los diversos *shocks*.

Metodología y relación con la literatura

El modelo utilizado para el análisis de la interdependencia de las comunidades autónomas en España aprovecha los avances recientes en la metodología de estimación de modelos macroeconómicos a escala global y más específicamente los desarrollos metodológicos asociados a los modelos de Vectores Autoregresivos Globales (GVARs por sus siglas en inglés) introducidos por Pesaran, Schuermann y Weiner (2004) y Dees, Di Mauro, Pesaran y Smith (2005). Más concretamente, el BBVA-RVAR es un modelo de Vectores Autoregresivos Multiregional de periodicidad trimestral²² que, cubriendo la

22: El PIB regional es publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) desde 1980 con una periodicidad anual. En aras de aumentar la capacidad explicativa del modelo y captar los *shocks* de más corto plazo, se propone una desagregación temporal de las series mediante un modelo de factores dinámicos (DFM) en línea con lo propuesto por Camacho y Domenech (2010) para el modelo MICA-BBVA. Para una información más detallada véase "MICA-BBVA: A Factor Model Of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting" disponible en <https://www.bbva-research.com/en/publicaciones/mica-bbva-a-factor-model-of-economic-and-financial-indicators-for-short-term-gdp-forecasting/>

muestra 1980-2013, captura la interrelación del crecimiento del PIB y la variación del tipo de cambio real de cada una de las regiones españolas y la UE sirviéndose de las relaciones comerciales bilaterales²³. Los modelos individuales son posteriormente acoplados de manera consistente y cohesiva para generar pronósticos y simulaciones para todas las variables de manera simultánea. Finalmente, mediante la agregación de los resultados regionales, se captura la interacción del conjunto de la economía española²⁴.

En la literatura económica puede encontrarse abundante información relacionada con el análisis de las transmisiones de los ciclos económicos globales y nacionales²⁵, destacando el rol de la economía estadounidense como principal exportador neto de *shocks* al resto del mundo. No obstante, **sigue existiendo una carencia de este tipo de análisis que estudien la transmisión de dichos shocks a las distintas economías regionales** (o a escala intranacional). Por tanto, en relación a la literatura previa, este trabajo trata de contribuir en varios aspectos.

En primer lugar, **se propone una adaptación de los modelos autorregresivos globales al análisis de la economía regional** en línea a lo planteado por Vansteenkiste (2006) para el mercado inmobiliario estadounidense y Ramajo et al. (2013) para los flujos de capital en España. No obstante, el presente ejercicio se centra en las principales variables macroeconómicas (actividad y precios), manteniendo el esquema de Pesaran, Schuermann y Weiner (2004) y Pesaran et al. (2005) adaptado a una óptica regional.

La segunda característica distintiva del presente ejercicio es la **utilización de las matrices de comercio interregional de bienes**²⁶ como base de la solución del problema de sobreidentificación que plantea la estimación de estos modelos frente a la utilización de matrices espaciales en

Vansteenkiste (2006) y de elaboración propia en Ramajo et al. (2013). En línea con Baxter y Kouparitsas (2004) se encuentra que el comercio bilateral ofrece los resultados más robustos.

En tercer lugar, **se profundiza en la obtención de resultados basados en las funciones de impulso respuesta y se incorporan ejercicios de pronósticos**. El primero de ellos puede obtenerse desde una perspectiva de ortogonalización del *shock* (OIRF) o desde la perspectiva de las funciones de impulso respuesta generalizadas (GIRF)²⁷ propuestas por Koop et al. (1996) y desarrolladas posteriormente por Pesaran y Shin (1998) para modelos VAR. Por su parte, los pronósticos pueden (o no) ser condicionados a distintos escenarios de la economía española y/o europea permitiendo la posibilidad de obtener escenarios de riesgo a nivel de comunidades autónomas siguiendo la metodología propuesta por Doan, Litterman y Sims (1984)²⁸.

Resultados

Esta sección emplea el BBVA-RVAR para evaluar las respuestas a nivel regional ante diferentes eventos. Concretamente, se presentan dos ejercicios que tratan de cuantificar, a partir de las OIRF, el impacto de una desaceleración de la actividad económica en Europa y de una depreciación del euro sobre las regiones españolas y el agregado nacional.

En primer lugar, el gráfico R.1.2 muestra el impacto anual acumulado, sobre el crecimiento de la actividad económica española de un hipotético escenario donde el PIB en la UEM creciera un 1% menos de lo esperado. **La elasticidad del PIB español respecto a una revisión en el escenario europeo se presenta cercana a la unidad**, con un intervalo de confianza (al 90%) comprendido entre el 0,3 y el 1,7.

23: Esta metodología, adoptada en la construcción de los modelos de vectores autorregresivos globales (GVARs) propuesta por Hashen Pesaran, Til Schuermann y Scott Weiner (2004), resuelve el problema de "sobrepárametrización" que a priori presentan estos modelos, al mismo tiempo que permite un marco flexible para el uso en multitud de aplicaciones.

24: Para un análisis más detallado, véase Cardoso-Lecourtois, Méndez-Marcano y Ruiz-Sánchez (2014): "BBVA-RVAR: A Multi-Regional Vector Autoregressive Model for Spain" (pendiente de publicación).

25: Véanse, por ejemplo: "Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issue", *IMF Country Report* No. 11/185 y Menzie D. Chinn (2013): "Global spillovers and domestic monetary policy", *BIS Working Papers*, No 436.

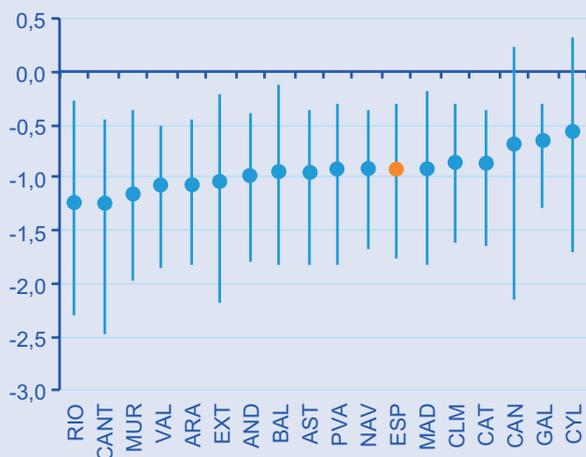
26: Debido a la inexistencia de registros de exportaciones de servicios a nivel regional, los datos utilizados se restringen al comercio de bienes, lo que podría ocasionar problemas de infraestimación en aquellas regiones donde el peso de las exportaciones de servicios sea significativo.

27: La metodología de funciones de impulso respuesta generalizadas (GIRF) propuesta por Koop et al. (1996) son una alternativa a las funciones de impulso respuestas ortogonalizadas (OIRF) de Sims (1980). Mientras que las OIRF requieren que las impulso respuestas sean computadas respecto a una serie de *shocks* ortogonalizados, las GIRF consideran *shocks* a los errores individuales e integra los efectos de los otros *shocks* usando la distribución observada de todos ellos sin necesidad de ortogonalización. De este modo, en contraposición a las OIRF, las GIRF no varían ante cambios en la ordenación de exogeneidad de variables y regiones, lo que, dado las características del modelo, supone un marco ideal para analizar los *shocks* del conjunto de la economía española.

28: La metodología propuesta por Doan, Litterman y Sims (1984) proporciona un esquema para la obtención del pronóstico puntual máximo-verosímil sujeto a un escenario dado.

Gráfico R.1.2

Efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una revisión del 1% del crecimiento económico de la UEM



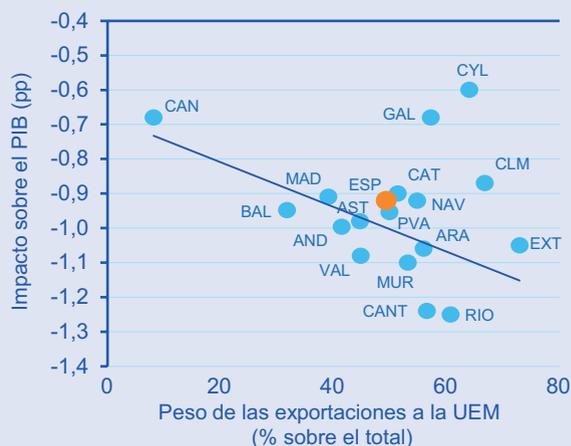
Fuente: BBVA Research

A nivel regional, la escasa diversificación geográfica de algunas regiones como Extremadura, La Rioja o Cantabria²⁹, debido a su elevada dependencia de Europa como principal socio comercial y diversos efectos de segunda ronda de índole nacional, podrían suponer un mayor impacto relativo para estas comunidades (véase el Gráfico R.1.3). En el lado opuesto, destacan Castilla y León y Galicia donde, si bien la relación comercial con Europa es elevada, esta se ve altamente condicionada por los ciclos productivos del sector de automoción. Igualmente, el *shock* positivo de turismo que experimentaron las regiones insulares durante el último periodo recesivo en Europa podría suponer un sesgo de infraestimación del impacto en las regiones más turísticas.

En segundo lugar, el gráfico R.1.4 muestra el impacto en la actividad económica de una depreciación del 10% del valor del euro frente al dólar. Este escenario podría impulsar el PIB nacional en torno a 0,5 pp durante 2015, con un intervalo de confianza (al 90%) comprendido entre el 0,1 y el 0,8.

Gráfico R.1.3

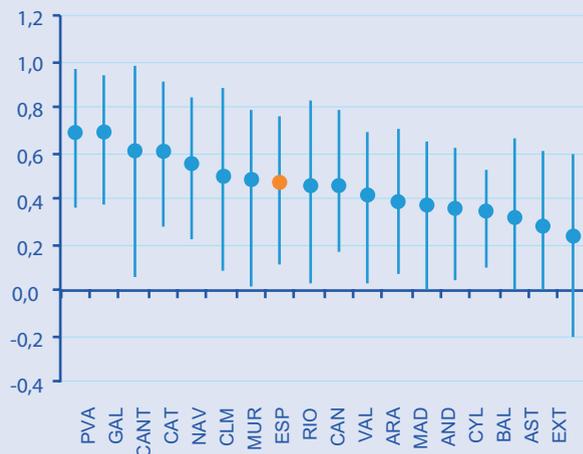
Peso de las exportaciones a la UEM y efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una revisión del 1% del crecimiento económico de la UEM



*Se excluyen de la regresión Galicia y Castilla y León
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico R.1.4

Efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una depreciación del 10% del tipo de cambio €/€



Fuente: BBVA Research

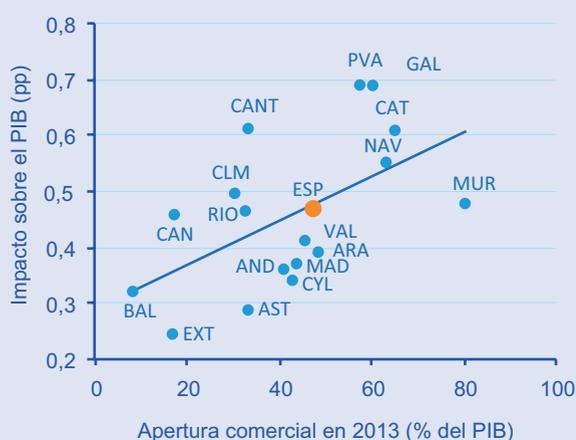
A nivel regional, los efectos podrían notarse con mayor intensidad en el País Vasco, Galicia, Cataluña y Navarra. En la medida, que la depreciación del tipo de cambio implique unas ganancias de competitividad-precio de los productos locales (sesgando al alza las exportaciones y disminuyendo el atractivo de los

29: Para un análisis más detallado véase el Recuadro 3 del Situación España 1T14: <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-espana-primero-trimestre-2014/>

productos importados) estos resultados estarían directamente relacionados con el grado de apertura comercial³⁰ de las diferentes regiones (véase el Gráfico R.1.5). De este modo, es de esperar que las contribuciones del tipo de cambio a la demanda externa se trasladen con menor intensidad a la actividad económica de Extremadura, Asturias y las Illes Balears, comunidades con una apertura comercial (de bienes) inferior a la media.

Gráfico R.1.5

Apertura comercial y efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una depreciación del 10% del tipo de cambio €/€



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

Conclusiones

El presente recuadro presenta una herramienta (BBVA-RVAR) capaz de recoger las interrelaciones regionales y cuantificar la transmisión de los *shocks*, tanto internos como externos, a lo largo de la economía española. Para ello, el BBVA-RVAR propone una adaptación de la literatura existente concerniente a los modelos autorregresivos globales al ámbito del análisis regional de la economía española a la vez que amplía los resultados en términos de ortogonalización de *shocks* y condicionamiento de los pronósticos a distintos escenarios.

En los resultados de los ejercicios presentados en este recuadro se encuentra que i) un escenario de menor dinamismo económico en Europa se traslada con una elasticidad cercana a la unidad al agregado nacional. En sentido opuesto, ii) una depreciación del euro tiene un efecto significativo y positivo en la actividad económica española. Concretamente, una caída de 10 pp de su valor frente al dólar tendría un impacto cercano a 0,5 pp en el PIB español. A nivel regional, iii) ambos eventos se muestran significativos para la mayoría de las comunidades

autónomas. Además, el grado de exposición al sector exterior y su dependencia del comercio con la UE introducen cierta heterogeneidad en los impactos medios esperados.

Referencias bibliográficas

BBVA Research (2012): "Situación España. Segundo Trimestre 2012". *BBVA Research*. Madrid. Disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-espana-segundo-trimestre-2012/>

Baxter y Kouparitsas (2005): "Determinants of business cycle comovement: a robust analysis", *Journal of Monetary Economics* 52 (2005) 113-157

Cardoso-Lecourtois, Méndez-Marcano y Ruiz-Sánchez (2014): "RVAR: A Multi-Regional Vector Autoregressive Model for Spain", (pendiente de publicación).

Clarida y Galí (1994): "Sources of real exchange rate fluctuations: How important are nominal shocks?", *NBER Working Paper Series*, No 4658.

Dees, Di Mauro, Pesaran y Smith (2005): "Exploring the international linkages of the euro area: a Global VAR Analysis", *ECB Working paper Series* No. 568

Dewachter, Houssa y Toffano (2010): "Spatial Propagation of Macroeconomic Shocks in Europe", *Katholieke Universiteit Leuven, Discussions Paper Series (DPS)*, No. 10.12.

Doan, Litterman y Sims (1984): "Forecasting and Conditional Projection Using Realistic Prior Distributions", *Econometric Reviews*, Vol.3, No.1, 1-100.

Koop, Pesaran y Potter (1996): "Impulse response Analysis in Nonlinear Multivariate Models", *Journal of Econometrics*, Vol. 74, 119-147.

Pesaran y Shin (1998): "Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models", *Economic Letters*, Vol. 58, 17-29.

Pesaran, Schuermann y Weiner (2004): "Modelling Regional Interdependencies Using a Global Error-Correcting Macroeconomic Model", *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol.22, No. 2, 2004).

Ramajo, Marquez y Hewings (2013): "Does Regional Public Capital Crowd Out Regional Private Capital? A Multiregional Analysis for the Spanish Regions", *Estadística Española*, Vol. 55, No. 180.

Vansteenkiste (2007): "Regional Housing Market Spillovers in the US", *ECB Working Paper Series* No. 708.

30: Entiéndase apertura comercial como la ratio entre la suma de las exportaciones e importaciones de bienes extranjeros y el PIB regional.

Recuadro 2. El impacto de la reforma del IRPF³¹

A mediados de 2013 el Gobierno encargó a un grupo de expertos la elaboración de una propuesta de reforma fiscal que avanzara hacia un sistema impositivo más transparente, eficiente, neutral y progresivo, que incentivara además el crecimiento económico. Tras ello, el Gobierno presentó su propuesta el pasado mes de junio que, si bien incluye alguna de las medidas impulsadas por el grupo de expertos, dista mucho de ser la reforma integral y profunda del sistema tributario español que se anunció con la creación de la comisión de expertos para la reforma del sistema tributario español³². Finalmente, **la reforma fiscal propuesta por el Gobierno abarca tan solo las rebajas tributarias de los impuestos sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y sobre sociedades (IS).**

El objetivo del presente trabajo es evaluar los efectos de una de las propuestas: las modificaciones en el IRPF. Así, los principales resultados del trabajo pueden resumirse en:

- i. **Las medidas anunciadas avanzan hacia un impuesto más sencillo, transparente y eficiente.** En particular, se valoran positivamente la reducción del número de tramos, la eliminación de algunas deducciones, la disminución del tipo marginal máximo, la limitación del uso del sistema de módulos, o la creación de una nueva figura de ahorro a largo plazo.
- ii. Se estima que **la propuesta del Gobierno reducirá la carga impositiva relativa al factor trabajo.** Concretamente, se estima que el tipo medio efectivo del IRPF podría caer alrededor de 1,4 pp en 2015 y 0,8 pp en 2016.
- iii. **El sistema se volverá más progresivo como consecuencia de la reforma.** Mientras que en 2010 el 64% de los declarantes tenían una base imponible por debajo de los 12.000 euros y soportaban el 14,4% de la recaudación del impuesto; en 2015 aportarían el 10%. Por su parte, los declarantes con rentas superiores a 60.000 euros (un 3,8% del total) que soportaban en 2010 un 33% de la recaudación, pasarían a aportar alrededor del 36%.

iv. Finalmente, se prevé que, todo lo demás constante, **la reducción del tipo medio implique una caída de la recaudación del IRPF alrededor del 13%.**

Como consecuencia de la reforma, **la caída del tipo medio efectivo del IRPF impulsará la demanda privada y la actividad ya en 2015.** En concreto, se estima que el PIB crecerá en torno a un 0,3% más como resultado de la disminución impositiva³³. La mejora cíclica de la economía y la recuperación de las bases imponibles del impuesto podrían compensar gran parte de la pérdida de recaudación del impuesto. Por lo que, en principio, **la rebaja impositiva del IRPF no debería poner en peligro la consecución de los objetivos de estabilidad en el corto plazo. Sin embargo, en el largo plazo, la ausencia de medidas alternativas que compensen la rebaja impositiva introduce incertidumbre** sobre la capacidad de reducción del déficit de forma que permita disminuir el volumen de deuda pública.

Principales aspectos de la reforma del IRPF

La propuesta de reforma del impuesto sobre la renta³⁴, siendo sustancial, mantiene la estructura vigente, y aborda buena parte de las recomendaciones del grupo de expertos en relación al impuesto.

Aumentar las bases a las rentas medias-altas, y favorecer a las rentas más bajas

Una parte de las medidas van dirigidas a incrementar la base imponible del impuesto, de tal manera que se compense parcialmente la bajada de tipos. En este sentido, van encaminados, entre otros, la introducción de un nuevo supuesto de gasto deducible para todos los rendimientos del trabajo y los cambios en la reducción general por rendimientos del trabajo³⁵. Valorando el impacto conjunto de ambas medidas, y según las estimaciones de BBVA Research, las rentas inferiores a 15.900 euros se beneficiarían de una mayor reducción, mientras que **las rentas superiores verían incrementados sus rendimientos netos del trabajo** (véase el Gráfico R.2.1).

31: Este recuadro es un resumen del Observatorio económico del mismo título que estará disponible próximamente en <https://www.bbva-research.com/category/geografias/spain/>

32: Por acuerdo del Consejo de Ministros de 5 de julio de 2013 se constituyó la comisión de expertos para la reforma del sistema tributario español, y se inició, según lo anunciado por el Gobierno, un "proceso para acometer una reforma legislativa que suponga una revisión del conjunto del sistema tributario que permita ayudar a la recuperación económica y la creación de empleo en el momento oportuno".

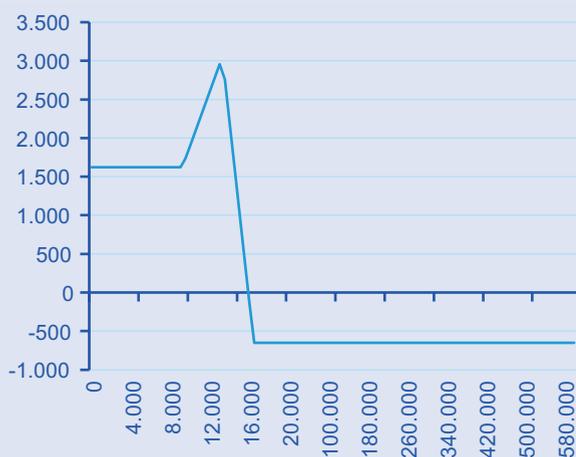
33: Véase el Situación España. Tercer trimestre 2014 disponible en <https://www.bbva-research.com/public-compuesta/situacion-espana-2/>

34: En el Cuadro R.2.1 puede verse un resumen de las principales medidas de la reforma del IRPF

35: La reforma contempla un nuevo gasto deducible de 2.000 euros en concepto de "otros gastos" que minorará el importe del rendimiento íntegro del trabajo para todos los contribuyentes. Asimismo, amplía a 14.450 euros la reducción general por obtención de rendimientos del trabajo contemplada en el art. 20 de la Ley 35/2006, del IRPF (BOE-A-2006-20764).

Gráfico R.2.1

IRPF: cambio en la reducción por rendimiento neto del trabajo 2010 - 2016 (euros)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP y BOE

Por su parte, **es bienvenida la creación de una nueva figura para el ahorro a largo plazo** (plan de ahorro a largo plazo, PALP), que amplía el tratamiento de los planes de pensiones a otros instrumentos de ahorro. Ello, junto con la ampliación de las ventanas de liquidez de dichos instrumentos, debería fomentar el ahorro a largo plazo.

Otro aspecto clave de la reforma es **la ampliación de los mínimos personales y familiares, en línea con lo propuesto por el comité de expertos**. En este sentido, la propuesta del Gobierno actualiza ligeramente el mínimo del contribuyente -que según la Comisión Lagares no está del todo desactualizado- y eleva notablemente los mínimos personales y familiares (por descendientes, dependientes, etc.).

Disminuir el número de tramos para aumentar la simplicidad, transparencia y eficiencia

Avanzando en la estructura del impuesto, **la reforma contempla una importante rebaja de la escala de gravamen**, reduciendo el número de tramos de los siete actuales a cinco, y fijando el tipo marginal máximo en el 45% en 2016, frente al 52% vigente.

Respecto al gravamen del ahorro, la reforma contempla una escala en tres tramos, e iguala el tipo mínimo al tipo marginal mínimo de la escala general (el 19% en 2016). En todo caso, **hubiera sido más adecuado el establecimiento de un tipo único** de gravamen para toda la base del ahorro –equivalente al mínimo propuesto–, ya que los tramos restan neutralidad al impuesto e introducen desincentivos para incrementar la capacidad de ahorro.

Impacto de la reforma del IRPF

Partiendo de las estadísticas contenidas en la Memoria de la administración tributaria correspondiente al IRPF del año 2010³⁶, se ha analizado el impacto conjunto sobre los tipos efectivos medios de: (i) los cambios en la definición de los rendimientos netos del trabajo y la deducción que se aplica sobre los mismos; (ii) el aumento de los mínimos personales y familiares; y (iii) del cambio de las tarifas del impuesto. En el análisis se ha mantenido constante la distribución de los declarantes, la estructura de las rentas media para cada tramo, y las circunstancias personales y familiares de los contribuyentes declaradas en 2010, por no disponer de información para actualizarlos.

El tipo efectivo medio se reduciría algo más de dos puntos y aumentaría la progresividad del impuesto

Tomando la bases imponibles medias para 46 tramos de renta observadas en 2010, se han recalculado los rendimientos medios del trabajo conforme a la nueva reducción. A la nueva base imponible se le han aplicado las mismas reducciones existentes en 2010. Una vez obtenida la nueva base liquidable, se han aplicado los mínimos personales y familiares actualizados (pero manteniendo el tratamiento vigente³⁷) y se ha recalculado la cuota íntegra de acuerdo a las nuevas tarifas. Manteniendo todo lo demás constante, salvo la deducción por maternidad eliminada en 2012, **la reforma aprobada reducirá en torno a 2,2 pp el tipo medio efectivo hasta el 16,6%, por debajo del observado en 2010** (véase el Gráfico R.2.2).

36: Disponible en <http://www.minhap.gob.es/es-ES/Estadistica%20e%20Informes/Informes%20y%20Memorias/Paginas/Memorias%20de%20la%20Administracion%20Tributaria.aspx>

37: Según la legislación vigente el mínimo exento no reduce la renta del contribuyente, si no que se resta de la cuota resultante de aplicar las escalas de gravamen a la base liquidable, la cuota resultante de aplicar la escala general a la cuantía del mínimo personal y familiar (para mayor detalle puede consultarse en http://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/DIT/Contenidos_Publicos/CAT/AYUWEB/Biblioteca_Virtual/Manuales_practicos/Renta/Manual_renta_patrimonio_2013_es_es.pdf)

Gráfico R.2.2

IRPF: tipo medio efectivo sobre la base liquidable



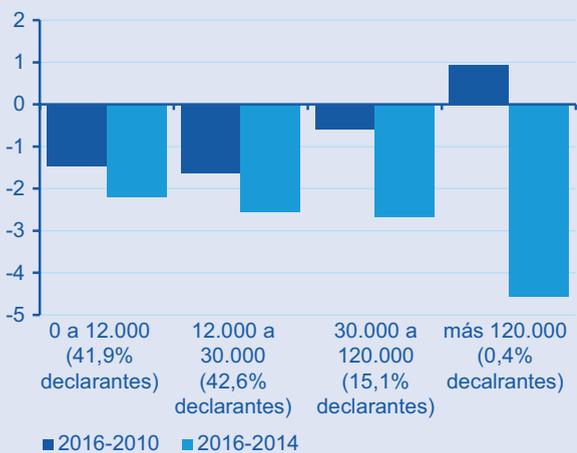
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Si se atiende a los tramos de renta y comparándolo con 2010, la reforma presentada por el Gobierno reduciría los tipos medios efectivos de los contribuyentes con rentas por debajo de 120.000 euros, incrementando los de las rentas superiores. Sin embargo, **respecto a la situación actual, se observaría una rebaja generalizada de todos los tipos efectivos**, siendo algo mayor a medida que se incrementa el nivel de renta (véase el Gráfico R.2.3).

De esta forma, puede decirse que **las modificaciones tributarias analizadas de la reforma del Gobierno incrementarán la progresividad del impuesto respecto a la situación de 2010, en tanto que aumentará la carga de las rentas más elevadas y reducirá la de las más bajas.**

Gráfico R.2.3

IRPF: variación del tipo medio efectivo por tramo de renta (puntos porcentuales)



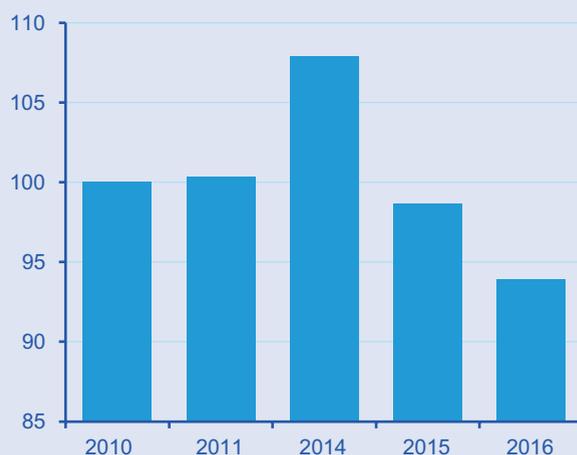
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

La reforma llevaría a una caída importante de la recaudación, todo lo demás constante

Respecto al impacto recaudatorio, en un escenario sin cambio de política y sin tomar en cuenta la recuperación que se espera de la economía en 2015, la rebaja impositiva representará una caída media de la factura impositiva de los contribuyentes en torno a 500 euros respecto a la carga que se habría soportado en 2014. En términos globales, **la reforma del IRPF supondrá una caída de la recaudación respecto a 2014 de casi un 13%** -un 8,6% en 2015 y un 4,7% en 2016-, **situando los ingresos del impuesto por debajo del nivel registrado en 2010** (véase el Gráfico R.2.4).

Gráfico R.2.4

IRPF: evolución de la cuota íntegra (2010 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Impacto de la reforma del IRPF

La reducción de la carga impositiva propuesta por el Gobierno, sin añadir medidas que la compensen, **puede introducir incertidumbre en el futuro, en tanto que el proceso de reducción del déficit y de la deuda pública no está terminado.** La rebaja impositiva es posible en el corto plazo gracias a las mejoras cíclicas que se están observando en los ingresos y gastos públicos. Sin embargo, una vez que se normalicen dichos factores, la economía española se encontrará con una situación de sus finanzas públicas que hará lenta la necesaria reducción del endeudamiento de las administraciones.

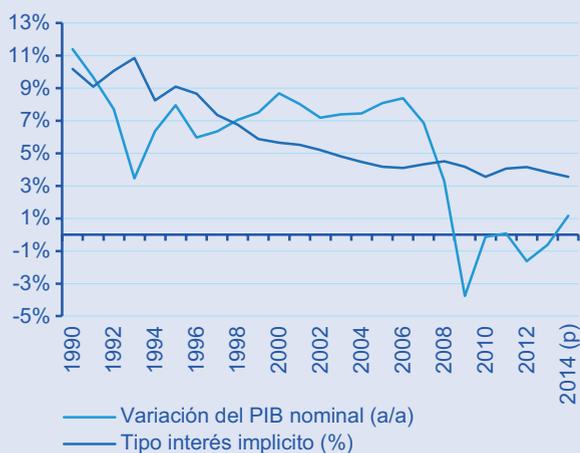
Como apunta el reciente Plan presupuestario para 2014-2017, **la deuda pública española se situará por encima del 100% del PIB en 2015. Reducirla hasta los niveles acordados con los objetivos de medio plazo (por debajo del 60% en 2020) requerirá un esfuerzo significativo.** La economía española ya realizó un esfuerzo semejante entre

1998 y 2007, cuando la deuda pública cayó casi 30 pp del PIB. Sin embargo, una tercera parte de aquella disminución de la deuda, se logró gracias al diferencial entre la tasa de crecimiento del PIB nominal (promedio del 7,5%) y el tipo de interés nominal de la deuda pública (5% promedio) (véase el Gráfico R.2.5). Hacia delante, es improbable que se repita esta circunstancia. Por un lado, el PIB nominal crecerá a un ritmo considerablemente inferior al observado en el periodo pre crisis; y por otro, tampoco se espera que la prima de riesgo permanezca muy por encima de los niveles de dicho periodo.

De esta forma, **para que se produzca el proceso de reducción de deuda, las administraciones públicas tendrán que generar superávits continuados.** Dada la ausencia de medidas que compensen la caída de la recaudación asociada a la rebaja impositiva, será inevitable poner en marcha medidas adicionales de consolidación durante los próximos años si se ha de acelerar dicho proceso de disminución de la deuda pública. En este sentido, el Gobierno debería abogar por una consolidación inteligente, que minimizara el impacto sobre el crecimiento, al tiempo que diera certidumbre a los ciudadanos sobre los instrumentos a través de los cuales se hará el sanamiento de las cuentas públicas.

Gráfico R.2.5

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



(p) Previsión

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Cuadro R.2.1

Principales propuestas del Proyecto de Ley de reforma del IRPF

Reducción de tarifas y tipos en dos años

Base general

Tarifa progresiva de cinco tramos

Tipo mínimo: 20% en 2015 y 19% en 2016

Tipo máximo: 47% en 2015 y 45% en 2016

Base del ahorro: tipo en tres tramos: 20%, 22% y 24% en 2015 y 19%, 21% y 23% en 2016

Incremento de los mínimos personales y familiares

Se limitan y eliminan algunas deducciones: por donaciones, por alquiler de vivienda habitual, por dividendos, etc.

Se crean nuevas deducciones: por inversión en pymes, para familias numerosas o con personas dependientes, etc.

Rendimientos del trabajo

Se limita la exención de las indemnizaciones por despido a 180.000€ a partir del 1 de agosto de 2014

Nuevo supuesto de gasto deducible de 2.000€

Se incrementa la reducción general hasta 14.450€

Rendimientos del capital inmobiliario

Se mantiene la reducción del 60% de los rendimientos netos positivos del alquiler. Se elimina la reducción del 100% para arrendamientos a jóvenes menores de 30 años.

Rendimientos del capital mobiliario

Se elimina la exención mínima de 1.500€

Disminuye al 30% la reducción por rendimientos irregulares

Nuevo Plan de Ahorro a Largo Plazo (PALP): exención de los rendimientos de las cantidades depositadas en depósitos o contratos financieros integrados en el una cuenta individual de ahorro a largo plazo (CIALP) o en un seguro individual de vida a largo plazo (SIALP). Aportación máxima 5.000€ anuales.

Actividades económicas

Se mantiene en 600.000€ el importe neto de la cifra de negocios para la aplicación del método de estimación directa a partir de 2016.

Se establecen a partir de 2016 nuevos requisitos para la aplicación del método de estimación objetiva.

Ganancias y pérdidas patrimoniales

Exención de la ganancia derivada con ocasión de la dación en pago de la vivienda habitual

Se eliminan los coeficientes de actualización y abatimiento. Se establece una exención para los mayores de 65 años, siempre que la ganancia se destine a constituir una renta vitalicia asegurada en el plazo de seis meses.

Se reduce a 8.000€ el importe máximo de la reducción por aportaciones a los planes de pensiones. Se añade un supuesto de rescate anticipado en el caso de una antigüedad de las aportaciones superior a 10 años.

El límite para no presentar declaración se incrementa hasta 12.000€

Tipo reducido de retención del 15% para los rendimientos de actividades profesionales:

1. rendimiento año anterior <15.000€ y

2. que represente más del 75% de los rendimientos del contribuyente.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP y BOE

Recuadro 3. Políticas no convencionales del BCE y oferta de crédito: consecuencias sobre la economía española

Introducción

En su reunión de junio, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE introdujo una serie de medidas de política monetaria no convencional (operaciones de financiación a largo con objetivo específico o TLTRO por sus siglas en inglés) con la intención de impulsar el crédito al sector privado no financiero. En este recuadro se evalúa el impacto que podría tener en la economía española esta política, tomando como referencia la experiencia de Reino Unido con su programa de estímulos al crédito a familias y empresas no financieras (Funding for Lending Scheme), implantado en 2012. Para tal fin, se ha estimado un modelo estructural de vectores autoregresivos (SVAR), identificado con restricciones de signo, que permite aislar el impacto de las perturbaciones en el mercado de crédito de otras de carácter macroeconómico (por ejemplo aumentos de la oferta o demanda agregada).

Los resultados del análisis, sugieren que el aumento de la oferta de crédito tiene un impacto positivo y significativo en la actividad y los precios de la economía española, pero sólo en el corto plazo. Así por ejemplo, un *shock* de oferta de crédito similar, en cadencia y magnitud, al observado en Reino Unido podría incrementar el crecimiento económico en 0,5 pp y la inflación subyacente en 0,2 pp a un horizonte de un año. Con todo, estos resultados son orientativos y deben ser interpretados con cautela por varias razones. En primer lugar porque la incertidumbre que revelan las estimaciones es elevada. En segundo, porque la magnitud del *shock* inducido por las medidas adoptadas por el BCE (liquidez que se obtendrá y proporción de la misma que se destinará a nuevo crédito) podría diferir al observado en Reino Unido. Finalmente, porque los resultados realmente observados dependerán de la forma en que la demanda de crédito acompañe al aumento de la oferta.

Marco metodológico

Las características del mercado financiero, como canalizador de la liquidez en la economía, facilitan que el precio y la cantidad de crédito no sólo reaccionen a las decisiones idiosincrásicas a dicho mercado (*shocks* de oferta y demanda de crédito). En España, por ejemplo, dichas cantidades y precios pueden ajustarse debido a modificaciones en los tipos de interés de referencia marcados por el BCE para el conjunto del área del euro (*shock* de política monetaria convencional) o movimientos en la posición cíclica y estructural de la economía doméstica (*shocks* de oferta y demanda agregada)³⁸. Ante estas circunstancias, surge una problemática ligada a la identificación empírica de estos *shocks* y a la estimación de su impacto sobre la economía real.

Empleando la metodología propuesta por Arias, Rubio-Ramírez y Waggoner (2013), en este recuadro se presentan los resultados de estimar un VAR estructural para la economía española, identificado con restricciones de signos y ceros, que permite resolver el problema de identificación descrito anteriormente³⁹. Para el caso que nos concierne, se incluyen en la estimación el crecimiento trimestral del PIB, de los precios (componente subyacente del IPC) y del flujo relativo de crédito (crédito real a otros sectores residentes, OSR, en porcentaje del PIB). Asimismo, se ha considerado el tipo de interés real a corto plazo (Euribor a tres meses deflactado por el componente subyacente del IPC) y el diferencial de tipos del crédito OSR (diferencia entre el tipo nominal sintético de estas operaciones y el Euribor a tres meses). El período de estimación considerado abarca desde el primer trimestre de 1992 hasta segundo trimestre de 2014⁴⁰.

38: Otros autores incluyen en su identificación *shocks* de aversión al riesgo. Tamási and Világi (2011), por ejemplo, argumentan que este tipo de *shocks* pueden cambiar las condiciones de financiación ya que alteraciones en la aversión al riesgo modifican la propensión de los agentes -tanto nacionales como extranjeros- a acometer inversiones indirectas en el territorio nacional en detrimento de llevarlas a cabo en el exterior. La identificación de estos *shocks* se lleva a cabo imponiendo restricciones sobre la respuesta de la política monetaria y el tipo de cambio efectivo nominal. Sin embargo, estas restricciones de identificación no son adecuadas para el caso de la economía española dada su integración en la UEM, donde el mandato único del BCE es la estabilidad de los precios en el conjunto de área.

39: En su trabajo, los autores demuestran que el método de función de penalización de Mountford y Uhlig (2009), hasta ahora el más extendido para identificación de *shocks* estructurales mediante restricciones de signos y ceros introduce sesgos relevantes en las estimaciones.

40: Los datos oficiales de flujos de crédito sólo están disponibles a partir de 2003. En este trabajo se han extrapolado las cifras hasta 1991 utilizando los saldos vivos del stock de crédito y asumiendo una regla de movimiento exógena y estacionaria de las amortizaciones. Las pruebas de robustez indican que los resultados expuestos en este trabajo no cambian significativamente al relajar los supuestos de estacionariedad de la regla de movimiento de las amortizaciones.

Cuadro R.3.1

Esquema de identificación de *shocks* estructurales mediante restricciones de signos y ceros

<i>Shock</i> / Variable	PIB	IPC (subyacente)	Flujo relativo de Crédito	Diferencial del tipo de financiación del crédito	Euribor a tres meses (deflactado)
1) Demanda Agregada	(+)	(+)	0	0	0
2) Oferta Agregada	(+)	(-)	0	0	0
3) Demanda relativa de crédito			(+)	(+)	0
4) Oferta relativa de crédito			(+)	(-)	0
5) Política monetaria convencional					(-)

Nota: en el ejercicio de identificación se ha impuesto que las restricciones de signos se cumplan en al menos dos periodos mientras que las restricciones de ceros sólo se cumplan en el periodo coincidente con la realización de cada *shock*.

Fuente: BBVA Research

En el cuadro R.3.1 se resumen las restricciones de signos y ceros impuestas en el modelo estimado⁴¹. Entrando en detalle, las restricciones ilustradas implican que:

- a. **Un *shock* positivo de demanda agregada presiona al alza las cantidades y los precios de bienes y servicios intercambiados**, pero no afecta instantáneamente ni a las cantidades y precios relativos de crédito, ni a los tipos de interés reales de referencia.
- b. **Un *shock* oferta agregada se materializa en un aumento de la actividad y una reducción de los precios**, pero tampoco incide en el momento de su aparición sobre las cantidades y precios relativos de crédito, ni sobre los tipos de interés reales de referencia.
- c. **Tanto los *shocks* positivos de oferta como de demanda de crédito presionan al alza la cantidad relativa de crédito nuevo circulante, si bien en el primer caso el diferencial de los tipos de interés del crédito tiende a aumentar, y en el segundo, a disminuir**. Adicionalmente, se asume que estos *shocks* no afectan contemporáneamente a los tipos de interés reales de referencia.
- d. **Tan sólo un *shock* de política monetaria positivo**, desde la perspectiva doméstica española, **es capaz de reducir instantáneamente el tipo de interés real de corto plazo**.

Como se puede observar en el cuadro R.3.1, **el esquema de identificación implementado es agnóstico** en lo que respecta a la respuesta de la economía real a los *shocks* de oferta y demanda de crédito y al *shock* de oferta monetaria convencional (v.g. no se imponen restricciones). Igualmente el modelo es agnóstico en lo que concierne al impacto *shock* de la oferta monetaria convencional en el mercado de crédito. Lo anterior es una característica importante dado que **garantiza que los resultados obtenidos en este trabajo no han sido impuestos por construcción**⁴².

Respuesta típica de la economía española a los *shocks* de oferta de crédito

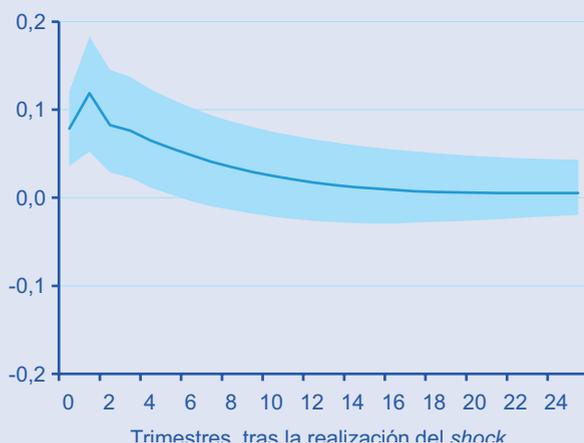
Los Gráficos R.3.1 a R.3.2 sintetizan algunos de los resultados principales que se desprenden de las estimaciones llevadas a cabo. En concreto, estos resultados se circunscriben a la respuesta de la economía real ante *shocks* de oferta de crédito⁴³. Como se puede observar, las funciones de impulso respuesta estimadas sugieren que **aumentos en la oferta relativa de crédito tienen un impacto positivo en el crecimiento tanto de la actividad como de los precios** de la economía. No obstante, la evidencia empírica plasmada en los Gráficos R.3.1 a R.3.2 indica que **el grado de incertidumbre es elevado de forma que la respuesta de la economía real es estadísticamente significativa tan sólo en el corto plazo**.

41: Además, se impone la ortogonalidad de los *shocks*.

42: En su trabajo, Arias, Rubio-Ramírez y Waggoner (2013), demuestran que, a diferencia de los métodos preexistentes, el algoritmo de identificación propuesto garantiza el carácter agnóstico en lo que respecta a las variables no restringidas.

43: Los resultados relativos al resto de *shocks* identificados están disponibles para el lector interesado bajo petición.

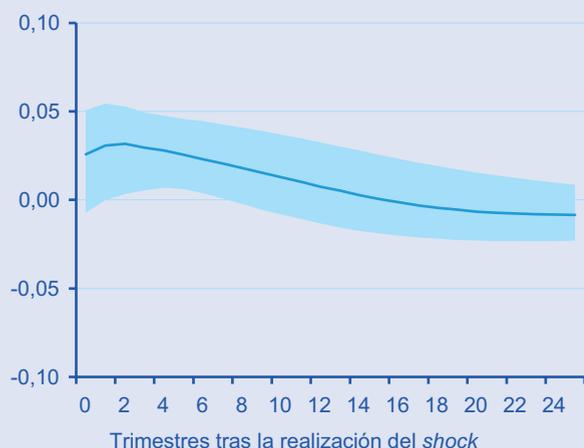
Gráfico R. 3.1

Respuesta del PIB a un *shock* de oferta de crédito (pp de la tasa trimestral)

Respuesta a una desviación típica del *shock* de crédito, equivalente a 3,0 pp de la tasa de crecimiento trimestral del flujo relativo de crédito en $t=0$.

Fuente: BBVA Research

Gráfico R. 3.2

Respuesta de la inflación subyacente a un *shock* de oferta de crédito (pp de la tasa trimestral equivalente)

Respuesta a una desviación típica del *shock* de crédito, equivalente a 3,0 pp de la tasa de crecimiento trimestral del flujo relativo de crédito en $t=0$.

Fuente: BBVA Research

Posible respuesta de la economía española al aumento de la oferta de crédito inducido por el BCE

Como se comentó al inicio de este recuadro, las medidas de política monetaria no convencional adoptadas recientemente por el BCE están orientadas a facilitar la disponibilidad de crédito al sector privado en el conjunto del área del euro. Tomando como referencia este objetivo, en este trabajo se ha considerado que **dichas medidas deberían inducir a un *shock* tipificado de oferta de crédito**, con tipos libres de riesgo prácticamente constantes (en mínimos actualmente), que se ven acompañados por una reducción gradual del diferencial de tipos del crédito OSR.

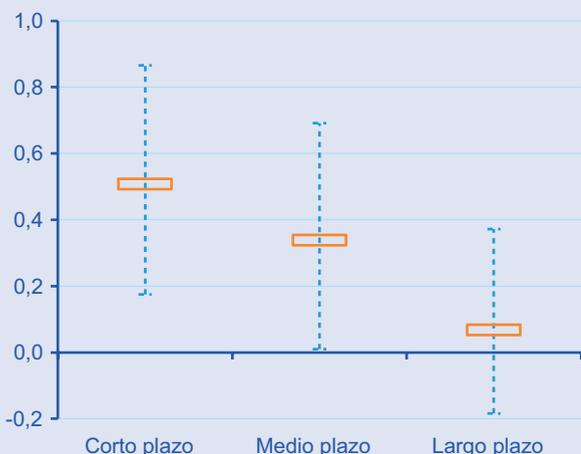
Dado que la implementación de esta política monetaria no convencional es la primera experiencia dentro del área monetaria única, la reducción objetiva de los diferenciales de los tipos de crédito es todavía incierta. **La experiencia más cercana al respecto, tipológica, geográfica y temporalmente, la constituye el mecanismo puesto en marcha en Reino Unido** a mediados de 2012, destinado a estimular el crédito a familias y empresas no financieras (Funding for Lending Scheme). **En su evaluación del 2014⁴⁴, el Banco de Inglaterra estimó que el programa estaría causando una reducción gradual del diferencial de tipos de la financiación en torno a los 100 pb en un periodo de 18 meses.**

Los gráficos R.3.3 y R.3.4 muestran el impacto que tendría en la economía española un aumento de la oferta de crédito similar, en cadencia y magnitud, al observado en Reino Unido. Como se puede observar, los resultados indican que la contribución de este *shock* al crecimiento anual de la economía podría rondar los 0,5 pp en el corto plazo (horizonte temporal de un año). Asimismo, **la contribución a la inflación subyacente en el corto plazo podría situarse en los 0,2 pp**. En el medio y largo plazo, los efectos no son estadísticamente significativos.

44: Véase el documento "Developments in credit conditions since the launch of the Funding for Lending Scheme" disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2014/ir14may.pdf>

Gráfico R. 3.3

Respuesta del PIB a un *shock* de oferta de crédito caracterizado por una reducción escalonada del diferencial de tipos equivalente a 100 pb en 18 meses (pp de la tasa media anual)

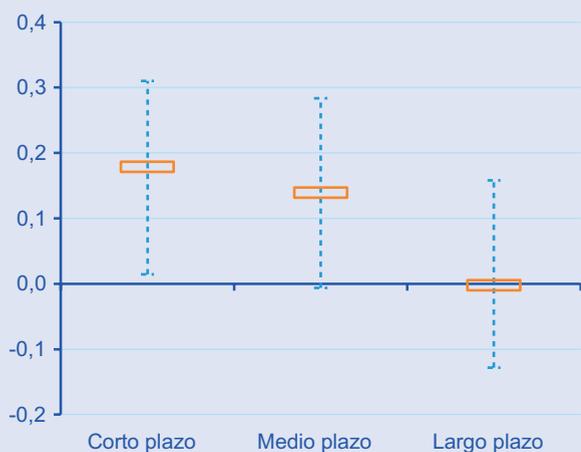


Respuesta a una desviación típica del *shock* de crédito, equivalente a 3,0 pp de la tasa de crecimiento trimestral del flujo relativo de crédito en $t=0$.

Fuente: BBVA Research

Gráfico R. 3.4

Respuesta de la inflación subyacente a un *shock* de oferta de crédito caracterizado por una reducción escalonada del diferencial de tipos equivalente a 100pb en 18 meses (pp de la tasa media anual)



Respuesta a una desviación típica del *shock* de crédito, equivalente a 3,0 pp de la tasa de crecimiento trimestral del flujo relativo de crédito en $t=0$.

Fuente: BBVA Research

Reflexiones adicionales

Los resultados obtenidos anteriormente son orientativos y deben ser interpretados con cautela. En primer lugar porque, como se describió anteriormente, la incertidumbre que revelan las estimaciones es elevada. Así por ejemplo, a pesar de que los impactos a corto plazo son

estadísticamente significativos (distintos de cero), tienen un amplio rango de variación (entre 0,2 pp y 0,8 pp, centrados en los 0,5 pp). En segundo lugar, porque la magnitud del *shock* inducido por las medidas adoptadas por el BCE es por ahora incierto y la simulación presentada parte de una experiencia exógena a la unión monetaria.

En tercer lugar, porque los resultados del programa del BCE pueden depender en gran medida de la evolución futura de la demanda de crédito. Cuanto más productivos y más adecuados en términos de riesgo sean los nuevos proyectos a financiar, más elevados serán los efectos sobre el crecimiento.

Conclusiones

Desde principios de junio el BCE ha optado por hacer uso de una política monetaria no convencional orientada a estimular la oferta de crédito en conjunto del área monetaria. En este trabajo se ha evaluado el impacto que podría tener en la economía española el aumento de la oferta de crédito inducido por esta política. Los resultados del estudio indican que un impulso a la oferta de crédito similar, en cadencia y magnitud, al observado en Reino Unido, tras la puesta en marcha de su programa destinado a estimular el crédito a familias y empresas no financieras, podría incrementar el crecimiento económico a corto plazo en 0,5 pp y la inflación subyacente 0,2 pp. Con todo, estos resultados son orientativos y deben ser interpretados con cautela por varias razones. En primer lugar porque la incertidumbre que revelan las estimaciones es elevada. En segundo, porque el *shock* inducido por las medidas adoptadas por el BCE (liquidez que se obtendrá y proporción de la misma que se destinará a nuevo crédito) podría diferir en magnitud y cadencia a la observada en Reino Unido. Finalmente, porque los resultados realmente observados dependerán de la forma en que la demanda de crédito acompañe al aumento de la oferta.

Referencias bibliográficas

Arias, J.E., J. Rubio-Ramirez y D.F. Waggoner (2013) "Inference Based on SVARs identified with Sign and Zero Restrictions: Theory and Applications. *Working Papers* 13/38, BBVA Research.

Banco de Inglaterra (2014), "Developments in credit conditions since the launch of the Funding for Lending Scheme", *Inflation Report*, May, 14-15

Busch, U., M. Scharnagl y J. Scheithauer, (2010), "Loan Supply in Germany During the Financial

Crisis”, *Discussion Paper Series* 1 05/2010, Deutsche Bank.

Canova, F. y G. de Niccolo, (2002), “Monetary Disturbances Matter for Business Cycle Fluctuations in G-7”, *Journal of Monetary Economics*, 49(6): 1131-1159.

Faust, J., (1998), “The Robustness of Identified VAR Conclusions about Money”, *Carnegie Rochester Series en Public Policy*, 49: 207-244.

Halvorsen, J. y D. Jacobsen, (2009), “Are Bank lending Shocks Important for Economic Fluctuations”, *Working Paper* 2009/27, Norges Bank.

Helbling, T., R. Huidrom, M. Kose y C. Otrok, (2010), “Do Credit Shocks Matter? A Global Perspective”, *Working Paper* 10/261, IMF.

Hristov, N., O. Hülseswig y T. Wollmershäuser (2012), “Loan Supply Shocks During the Financial Crisis: Evidence for the Euro Area”, *Journal of International Money and Finance*, 31(3): 569–592.

Mountford, A., and H. Uhlig (2009). “What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?”, *Journal of Applied Econometrics*, 24, 960-992.

Meeks, R., (2009), ‘Credit Market Shocks: Evidence from Corporate Spreads and Defaults’, *Working Paper* 0906, Federal Reserve Bank of Dallas.

Tamási, B. y B. Világi (2011), “Identification of credit supply shocks in a Bayesian SVAR model of the Hungarian economy.” *MNB Working Papers* 2011/7, Magyar Nemzeti Bank.

Uhlig, H., (1999), “What are the Effects of Monetary Policy: Results from Agnostic Identification Approach”, *Working Paper* 9928, Tilburg University.

Uhlig, H., (2005), “What are the Effects of Monetary Policy on output? Results from an agnostic identification procedure”, *Journal of Monetary Economics*, 52(2): 381-419.

Recuadro 4. Hechos estilizados del ciclo inmobiliario español

Durante los últimos meses, los datos muestran que la actividad en **el sector de la construcción residencial se acerca a un punto de inflexión** después de más de 6 años de ajuste. El objetivo de este recuadro es analizar los hechos estilizados del ciclo inmobiliario en España mostrando la existencia de variables que normalmente adelantan, coinciden o llegan con retraso a la recuperación del sector. Así, se concluye que fenómenos que ya se vienen observando con un grado diferente de intensidad, como la caída de los tipos de interés, la recuperación de la riqueza financiera o la estabilización de los precios de la vivienda, normalmente marcan la antesala de la recuperación de la inversión residencial. Dado lo anterior, la probabilidad de ver por primera vez, desde el inicio de la crisis, crecimiento en la inversión residencial se ha incrementado considerablemente.

Sin embargo, **las condiciones en las que se encuentra actualmente el sector de la construcción son inéditas**. En los últimos años el mercado inmobiliario ha estado condicionado, y continúa estándolo, por el exceso de viviendas nuevas sin vender⁴⁵ y por el elevado endeudamiento tanto de promotores como de familias. La existencia de dichos **desequilibrios condicionará la dinámica de la recuperación**, que se espera sea atípica, y, en particular, más lenta que en otras ocasiones.

A continuación se hace una breve revisión de la literatura de hechos estilizados de los ciclos económicos, poniendo énfasis en los resultados para el caso español y particularmente para la vivienda. Inmediatamente después, se describe la metodología utilizada, se muestran los resultados y se discuten las conclusiones.

Breve revisión de la literatura

El análisis que aquí se presenta, se basa en trabajos realizados anteriormente para describir las características de los ciclos económicos. Así, Kydland y Prescott (1982) y Backus, Kehoe y Kydland (1992) documentan, respectivamente, las características del ciclo económico en los EE. UU. y en economías desarrolladas. Ortega (1998) lo hace para la economía española utilizando datos trimestrales y, más recientemente, BBVA Research (2013) ha analizado los hechos estilizados del ciclo

económico español desde 1980⁴⁶, poniendo especial énfasis, aparte de en los indicadores de la demanda agregada, en la relación de la actividad con el ahorro y la rentabilidad de las empresas y en el papel que juega la financiación bancaria en crear o consolidar los cambios de tendencia en la actividad económica. Sobre el sector de la vivienda en particular, Álvarez y Cabrero (2010) estiman los componentes cíclicos de las distintas partidas por el lado del gasto del PIB llegando a la conclusión de que, tradicionalmente, el ciclo de la inversión en construcción residencial ha adelantado el ciclo del PIB.

Tal y como indica la literatura, **la inversión en vivienda suele comportarse como un indicador adelantado del ciclo económico**, algo que no sólo se ha venido observando en España, sino en otras geografías como Estados Unidos (Leamer (2007)). Por ello, las variables más relacionadas con la propia construcción de las viviendas (como los visados de obra nueva) tienden a adelantar no sólo al ciclo económico, sino también a la inversión residencial, en parte, por la existencia de un retardo temporal desde la autorización de la construcción de una vivienda hasta que se inicia y, por tanto, hasta que se procede a su registro en la contabilidad nacional.

La literatura confirma que **la demanda residencial muestra una mayor volatilidad que la oferta** (Tse, Ho y Gansean (1998)), dada la mayor capacidad de la demanda a responder a diferentes *shocks*. Debido a esta agilidad, la demanda suele reaccionar con mayor rapidez a los cambios⁴⁷ y tiende a adelantarse a la oferta. En este sentido, sería de esperar que los precios funcionaran como mecanismo de señalización de la recuperación y que estos adelantaran el cambio en el ciclo en el sector.

Efectivamente, la correlación de los precios de la vivienda con la demanda suele ser positiva e incluso algo adelantada, ya que aumentos en los precios hoy suelen conllevar aumentos en las ventas en un futuro inmediato (Díaz y Jerez (2010)). Esto se debería a dos efectos. Por un lado, ante expectativas de revalorización, aumenta la disposición de los compradores a pagar más por una vivienda y, por otro, el aumento de la demanda da lugar a una reducción de la oferta per cápita de viviendas –debido a la lenta respuesta de la oferta–, lo que supone una presión al alza de los precios.

45: Al cierre de 2013, el Ministerio de Fomento cifraba en 563.908 el número de viviendas nuevas sin vender, lo que corresponde al 2,2% del parque residencial. La ausencia de una estadística anterior a 2008 no permite contextualizar esta variable en términos históricos. Desde 2008, el stock de viviendas nuevas sin vender alcanzó el máximo en 2009, cuando las cifras oficiales avalaban la existencia de algo más de 653.000 viviendas sin vender, equivalentes al 2,6% del parque de viviendas.

46: Para más detalle sobre el análisis de los hechos estilizados del ciclo de la economía española véase Situación España cuarto trimestre de 2013, disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-espana-cuarto-trimestre-2013/>

47: En el caso español, esto puede verse muy claramente en la última crisis. Mientras la demanda respondió prácticamente de inmediato a las turbulencias financieras del verano de 2007, reduciéndose drásticamente, la gran tracción de la oferta residencial hizo que a pesar del freno de la demanda se siguieran finalizando muchas más viviendas de las necesarias, dando lugar al gran exceso de viviendas nuevas sin vender.

Por su parte, **los movimientos en la demanda también suceden a la variación en los tipos de interés**, ya que, por ejemplo, un descenso en estos últimos no sólo alivia las condiciones de crédito de los hogares (Sastre y Fernández-Sánchez (2005)), sino que entre los inversores favorece la búsqueda de mayor rentabilidad en otros activos como la renta variable o la vivienda. Lo anterior es simplemente consecuencia de la forma en la que actúa la política monetaria, que disminuyendo los tipos de interés, impulsa la toma de riesgo por parte de los ahorradores. Para una buena parte de ellos, la inversión en vivienda es el primer paso en este proceso, aunque el mismo mecanismo también alienta la recuperación de la riqueza financiera. Esta, a su vez, actúa de apoyo al disminuir la incertidumbre sobre el ahorro del sector privado y al aumentar el valor del colateral disponible para acceder al crédito. En resumen, variables como los tipos de interés, la riqueza financiera, o el crédito hipotecario deberían adelantar la recuperación de la demanda y, eventualmente, de la inversión en el sector (Kau y Keenan (1980), Arcelus y Meltzer (1973), Brady (1973) y Fair (1975), entre otros).

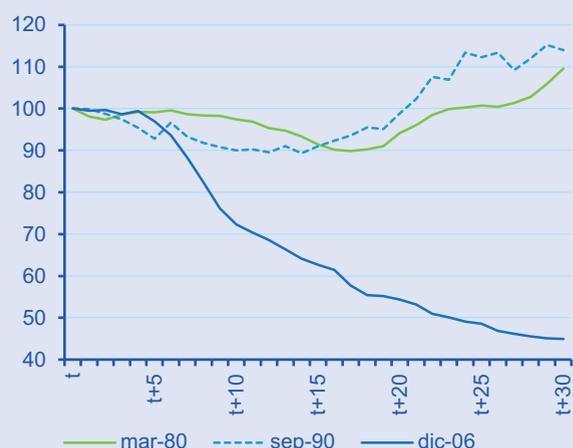
En la siguiente sección se analiza el comportamiento de las variables arriba descritas de cara a comprobar si, efectivamente, presentan un punto de inflexión con anterioridad, de forma contemporánea o posterior a la recuperación de la inversión en vivienda.

Características del ciclo inmobiliario español

En el presente análisis se utilizan datos trimestrales desde 1980 hasta 2013⁴⁸ lo que supone una muestra de 33 años en los que, según el Gráfico R.4.1, la inversión en construcción residencial ha asistido a tres ciclos diferenciados: el iniciado en el primer trimestre de 1980, el que comienza en el tercer trimestre de 1990 y el que se observa a partir del último trimestre de 2006, siendo este último el que ha mostrado una mayor corrección.

Gráfico R.4.1

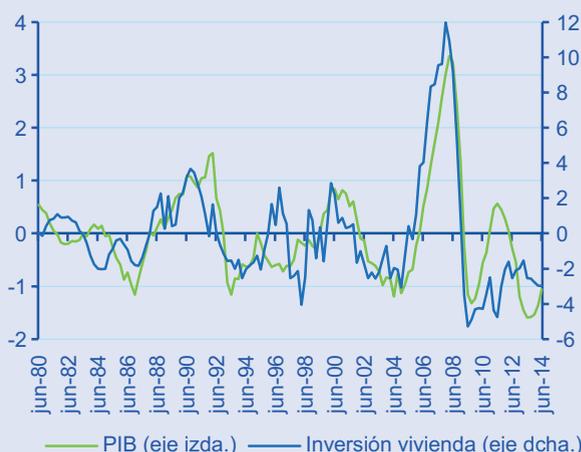
España: ciclos de inversión en vivienda a precios constantes (máximo=100)*



*Nota: se considera que el inicio del ciclo comienza cuando la inversión alcanza su valor máximo
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico R.4.2

España: desviación respecto a la tendencia (volumen encadenado referencia 2008)



*Nota: tendencia extraída a partir de un Filtro Hodrick Prescott
Fuente: BBVA Research a partir de INE

48: El análisis se ha hecho con los datos disponibles hasta el momento de la fecha de cierre de publicación tomando la Contabilidad Trimestral de España base 2008. Próximamente, el Instituto Nacional de Estadística comenzará a publicar sus resultados de acuerdo con un nuevo estándar metodológico aprobado en la Unión Europea, el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de 2010 (SEC 2010), sustituyendo al actual estándar, el SEC 1995.

En el Cuadro R.4.1 se presenta la correlación contemporánea (en el período t) de la inversión en vivienda y las variables más representativas que, según la literatura, se ven afectadas en un ciclo inmobiliario, tanto desde el punto de vista de la oferta como de la demanda. Asimismo, se presenta también la correlación de los datos de dichas variables en trimestres anteriores (t-h) o en posteriores (t+h) con la inversión inmobiliaria en t, de tal manera de analizar si adelantan o tienen su punto de inflexión después que la recuperación en el sector.

Como predice la literatura, **la mayor capacidad de reacción de la demanda, debería situar a buena parte de sus fundamentales como indicadores adelantados de la inversión en vivienda.** Esto queda reflejado en varias de las correlaciones recogidas en el Cuadro R.4.1. El tipo de interés, uno de los factores que apoyan la recuperación de la demanda y uno de los condicionales fundamentales de la actividad en un sector con un apalancamiento tan elevado como la construcción inmobiliaria, muestra una correlación negativa con la actividad, alcanzando la máxima relación con varios trimestres de adelanto. Ante periodos prolongados de bajos tipos de interés, los hogares buscarían alternativas de inversión en otros activos, como la renta variable y la propia vivienda.

Así, la riqueza financiera aparece también como un indicador adelantado de la inversión residencial, registrando una correlación positiva y relativamente

elevada. Otro de los fundamentales más relevantes de la demanda residencial es el empleo, variable que muestra una correlación relativamente elevada con la inversión pero que se presenta con cierto retraso, en concreto alcanza la máxima relación con un trimestre de retraso, en sintonía con el PIB. En consecuencia del adelantamiento de la demanda residencial a la oferta, el stock de crédito hipotecario también alcanza la máxima correlación con un periodo de antelación.

El Cuadro R.4.1 también muestra que el precio actúa como indicador adelantado de la inversión residencial. Un síntoma de avance en la demanda daría lugar a una reacción de los precios al alza en un transcurso temporal relativamente corto.

Por último, dada la relevancia que la demanda extranjera tiene en el mercado inmobiliario español, se considera interesante incorporar esta variable en el análisis. El resultado revela que la inversión extranjera en inmuebles es positiva y aparece también retardada. Aunque con una correlación relativamente baja, históricamente, los extranjeros parecen haber reaccionado al cambio en la actividad residencial con cierto retraso.

Por su parte, las principales variables por el lado de la oferta muestran la relación esperada y así, tanto tipos de interés, como visados de dirección de obra nueva y consumo de cemento muestran una correlación positiva con la inversión residencial, alcanzando la máxima relación con algún trimestre de adelanto.

Cuadro R.4.1

España: correlaciones de la inversión en vivienda en el ciclo a corto plazo, 1T80-4T13*

Variable (t±h)	Correlación trimestral cruzada de la inversión residencial en t con									
	X(t-8)	X(t-4)	X(t-3)	X(t-2)	X(t-1)	X(t)	X(t+1)	X(t+2)	X(t-3)	X(t+4)
Tipo interés real	-0,47	-0,34	-0,26	-0,16					0,18	0,20
Riqueza financiera real		0,65	0,64	0,61	0,52	0,38	0,26	0,14	0,04	-0,01
Visados		0,72	0,73	0,68	0,59	0,50	0,36	0,22	0,09	-0,04
Consumo cemento		0,51	0,61	0,69	0,73	0,72	0,66	0,58	0,48	0,38
Precio vivienda		0,45	0,49	0,51	0,52	0,49	0,46	0,43	0,41	0,39
Crédito hipotecario		0,41	0,48	0,51	0,52	0,49	0,44	0,40	0,34	0,27
Paro		-0,51	-0,61	-0,69	-0,74	-0,74	-0,71	-0,63	-0,53	-0,41
PIB		0,34	0,48	0,60	0,68	0,71	0,73	0,69	0,64	0,56
Ocupados		0,39	0,52	0,63	0,72	0,79	0,81	0,79	0,72	0,64
Coste construcción		-0,04	0,04	0,14	0,22	0,32	0,37	0,35	0,30	0,25
Inversión extranjera en inmuebles		0,07	0,12	0,18	0,25	0,29	0,33	0,34	0,32	0,26

* Las variables se expresan en desviación con respecto a la tendencia una vez filtradas con un filtro de Hodrick Prescott.
Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales

En resumen, los cambios de ciclo inmobiliario en el período t parecen adoptar el siguiente patrón temporal:

1. Variación de los tipos de interés en términos reales.
2. Cambio de la riqueza financiera y en la evolución de inversiones alternativas.
3. Cambio de las variables asociadas a la oferta: visados de vivienda de obra nueva y consumo de cemento.
4. Variación en el precio de la vivienda.
5. Cambio en la evolución de la economía y posteriormente en el empleo.
6. Variación de la inversión inmobiliaria de los extranjeros.

Conclusiones

En este estudio se ha elaborado un análisis de las características del ciclo inmobiliario español teniendo en cuenta una metodología utilizada en la literatura económica. Lo primero que se desprende es que **la actividad inmobiliaria tradicionalmente ha anticipado la recuperación de la economía. Sin embargo, la presente recuperación no está siguiendo este patrón.** En particular, desde el 3T13 cuando se produjo la primera variación positiva del PIB en España, la inversión en vivienda ha continuado cayendo hasta acumular una disminución del 4,2%. **La elevada sobreoferta de vivienda, el alto nivel de endeudamiento que se observa en el sector privado y el proceso de fragmentación en el sector financiero europeo que ha mantenido los costes de financiación**

relativamente elevados estarían retrasando la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión inmobiliaria.

En todo caso, existen **varios indicadores que apuntan a que el sector se está acercando hacia un punto de inflexión.** Desde la segunda mitad de 2012 los tipos de interés a largo plazo, en términos reales, se han reducido algo más de 300 puntos básicos. A su vez, una política monetaria más expansiva, la reducción de la incertidumbre y la recuperación del resto de la economía han dado lugar a un aumento de la riqueza financiera de las familias. Incluso el crecimiento del empleo, que suele comenzar la recuperación más tarde que la inversión ya acumula cuatro trimestres de crecimiento. Además, la demanda de viviendas de los extranjeros también viene mostrando una recuperación prácticamente ininterrumpida desde finales de 2010⁴⁹.

Como consecuencia las ventas de viviendas han comenzado una tímida recuperación (según los datos de notarios, crecen a un promedio mensual del 1,1% CVEC). Como respuesta, aunque por el momento no se aprecia un crecimiento del precio en términos globales (pero sí ha comenzado a hacerlo en algunas regiones), sí se ha producido una notable moderación de su caída en los últimos trimestres⁵⁰.

Pero no sólo son los fundamentales de la demanda los que han comenzado a crecer. Los factores relativos a la oferta también comienzan a mostrar un cambio de tendencia, tal y como puede verse en los visados y en el consumo de cemento (véase Cuadro R.4.2).

Cuadro R.4.2

España: variación de las principales variables asociadas al ciclo inmobiliario

Variable	Variación desde mínimos (%)	Trimestres desde mínimos	Trimestre de mínimos	Último dato observado
Tipo interés real*	-3,3	8	3T12	3T14
Riqueza financiera real	37,8	8	2T12	2T14
Visados	15,5	4	2T13	2T14
Consumo cemento	2,2	2	1T14	3T14
Precio vivienda	-	-	2T14	2T14
Crédito hipotecario	-	-	2T14	2T14
Paro**	-10,1	6	1T13	3T14
PIB	1,2	4	2T13	2T12
Ocupados	1,6	4	3T13	3T14
Coste construcción	0,3	3	3T13	2T14
Inversión extranjera en inmuebles	71,4	16	1T10	1T14

* Variación en puntos porcentuales desde máximos hasta 3T14

** Variación desde máximos hasta 3T14

Fuente: BBVA Research

49: La importante corrección de precios que han mostrado las viviendas en las zonas de demanda de este colectivo y la diversificación de orígenes de los demandantes hacia países fuera de la Eurozona que, aparte de verse menos afectados por la crisis económica, han aprovechado las ventajas que les han brindado los movimientos del tipo de cambio, podrían respaldar la recuperación observada hasta ahora.

50: En el primer semestre la caída del precio real fue, en promedio trimestral, del 0,5%, frente a una caída del 1% t/t en 2013 o del 2,4% t/t en 2012.

En definitiva, el comportamiento de las variables nos indica que la inversión residencial debería estar ya creciendo. Sin embargo, algunos factores inéditos hasta ahora en el sector –exceso de oferta residencial e importantes procesos de desapalancamiento empresariales– estarían condicionando la dinámica de la recuperación del sector de la construcción. En este sentido, **la cada vez mayor heterogeneidad del mercado español** derivada, entre otros factores, de los distintos grados de sobreoferta, del nivel de endeudamiento y de presión de demanda extranjera en diferentes áreas geográficas, **dará lugar a diferentes velocidades de recuperación en el sector**. Por ello, aunque en determinadas áreas puede asistir a una evolución de la inversión residencial con crecimientos positivos importantes, en otras, la persistencia de desequilibrios dificultará la reactivación del sector. Como resultado, se presume que en esta ocasión la recuperación de la inversión en vivienda, a nivel global, será lenta, lo que no evitará observar tasas de crecimiento elevadas dado el bajo nivel de partida⁵¹.

Referencias

- Backus, D., Kehoe, P. y Kydland, F. (1992), "International Real Business Cycles", *Journal of Political Economy*, 100, 745-775.
- Ortega, E. (1998), "The Spanish Business Cycle and its Relationship to Europe". *Documento de Trabajo No. 9819*. Banco de España.
- Male, R. (2010), "Developing Country Business Cycles: Revisiting the Stylised Facts", *Queen Mary School of Economics and Finance Working Paper*, 664.
- Álvarez, Luis J. y Cabrero, Alberto (2010), "Does housing really lead the business cycle?", *Documento de Trabajo 1.024*. Banco de España. 57-63.
- Álvarez, Luis J. y Cabrero, Alberto (2010), "La evolución cíclica de la inversión residencial: algunos hechos estilizados" *Boletín Económico Banco de España* Junio 2010.
- Sastre, Teresa y Fernández-Sánchez, José Luis (2005) "Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas" *Documento de Trabajo 0529*. Banco de España.
- Leamer E. (2007) "Housing is the business cycle". *NBER Documento de trabajo No. 13428*.
- Díaz, A. y Jerez, B. (2010) "House prices, Sales, and Time on the market: a search-theoretic framework". *Documento de trabajo Series Económicas 10-33*. Universidad Carlos III.
- Weaton W. (1999) "Real estate "cycles": some fundamentals". *Real Estate Economics*. 209-230.
- Kau, J. y Keenan D. (1980) "The theory of housing and interest rates". *Journal of financial and quantitative analysis*. 833-847.
- Nguyen, Q. (2010) "Housing investment: What makes it so volatile? Theory and evidence from OECD countries". *HKIMR Documento de trabajo No.23/2010*.

51: La inversión en vivienda en términos reales se encuentra, al 2T14, en niveles de 1995.

4. Cuadros

Cuadro 5.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

** Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.2

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

	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	2,8	1,8	2,4	2,6	3,1
Alemania	2,6	1,5	1,6	1,2	1,0

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.3

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	0,75	0,84
UEM	1,39	1,29	1,33	1,33	1,19
Reino Unido	1,60	1,58	1,56	1,65	1,57
Japón	79,8	79,8	97,6	104,7	115,3
China	6,46	6,31	6,20	6,14	6,02

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.4

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	1,10	0,75	0,25	0,05	0,05
China	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.5

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

	2011	2012	2013	2014	2015
Actividad					
PIB real (a/a %)	1,7	-0,7	-0,4	0,8	1,3
Consumo					
Consumo privado	0,2	-1,3	-0,6	0,7	1,3
Consumo público	-0,2	-0,2	0,2	0,9	0,4
Formación Bruta de Capital	1,5	-3,2	-2,4	0,6	1,8
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	0,7	-2,1	-0,8	0,8	1,1
Exportaciones	6,7	2,6	2,1	3,7	5,1
Importaciones	4,4	-1,0	1,2	4,1	5,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,0	1,4	0,4	0,0	0,2
Mercado de trabajo					
Empleo a/a%	0,4	-0,7	-0,8	0,5	0,6
Tasa de paro (% población activa)	10,1	11,3	11,9	11,6	11,4
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente % PIB	0,1	1,4	2,3	2,2	2,1
Saldo Fiscal % PIB	-4,1	-3,6	-2,9	-2,8	-2,6
Precios					
IPC , %, promedio	2,7	2,5	1,4	0,5	1,0
IPC subyacente, % , promedio	1,7	1,8	1,3	0,9	1,0
Tipo de cambio					
Tipo de cambio (frente USD), promedio	1,39	1,29	1,33	1,33	1,19
Tipo de cambio (frente USD), final de periodo	1,32	1,31	1,37	1,23	1,20
Tipos de interés					
Tipo oficial (REPO), promedio	1,25	0,88	0,55	0,16	0,05
Tipo oficial (REPO), final de periodo	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 5.6

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

	2011	2012	2013	2014	2015
Actividad					
PIB real	-0,6	-2,1	-1,2	1,3	2,0
Consumo privado	-2,0	-3,0	-2,3	2,1	1,8
Consumo público	-0,3	-3,7	-2,9	1,0	0,9
Formación Bruta de Capital	-6,4	-8,3	-3,7	0,7	4,2
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-2,7	-4,3	-2,7	1,6	2,0
Exportaciones	7,4	1,2	4,3	3,7	5,3
Importaciones	-0,8	-6,3	-0,5	4,8	5,5
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,1	2,2	1,4	-0,3	0,1
PIB nominal	-0,5	-1,9	-0,6	1,2	3,4
(Miles de millones de euros)	1075,1	1055,2	1049,2	1061,3	1097,0
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-1,6	-4,3	-2,8	1,0	1,8
Tasa de paro (% población activa)	21,4	24,8	26,1	24,4	23,1
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-2,6	-4,4	-3,3	0,8	1,5
Productividad aparente del factor trabajo	1,9	2,3	2,0	0,5	0,6
Precios y costes					
IPC (media anual)	3,2	2,4	1,4	0,0	1,0
IPC (fin de periodo)	2,4	2,9	0,3	0,3	1,2
Deflactor del PIB	0,1	0,2	0,7	-0,1	1,3
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,2	-0,3	1,4	1,2	2,1
Sector público					
Deuda (% PIB)	69,2	84,4	92,1	98,2	99,8
Saldo AA. PP. (% PIB) (*)	-8,9	-6,6	-6,3	-5,5	-4,2

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 5.7

Crecimiento del PIB por CC. AA. (Tasas de variación anual en %)

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: INE 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
r.domenech@bbva.com
+34 91 537 36 72

España

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Área de 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

Área de Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes

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

Asia

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@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

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.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

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sánchez-Caro
oscar.delaspenas@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