

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Noviembre 2009

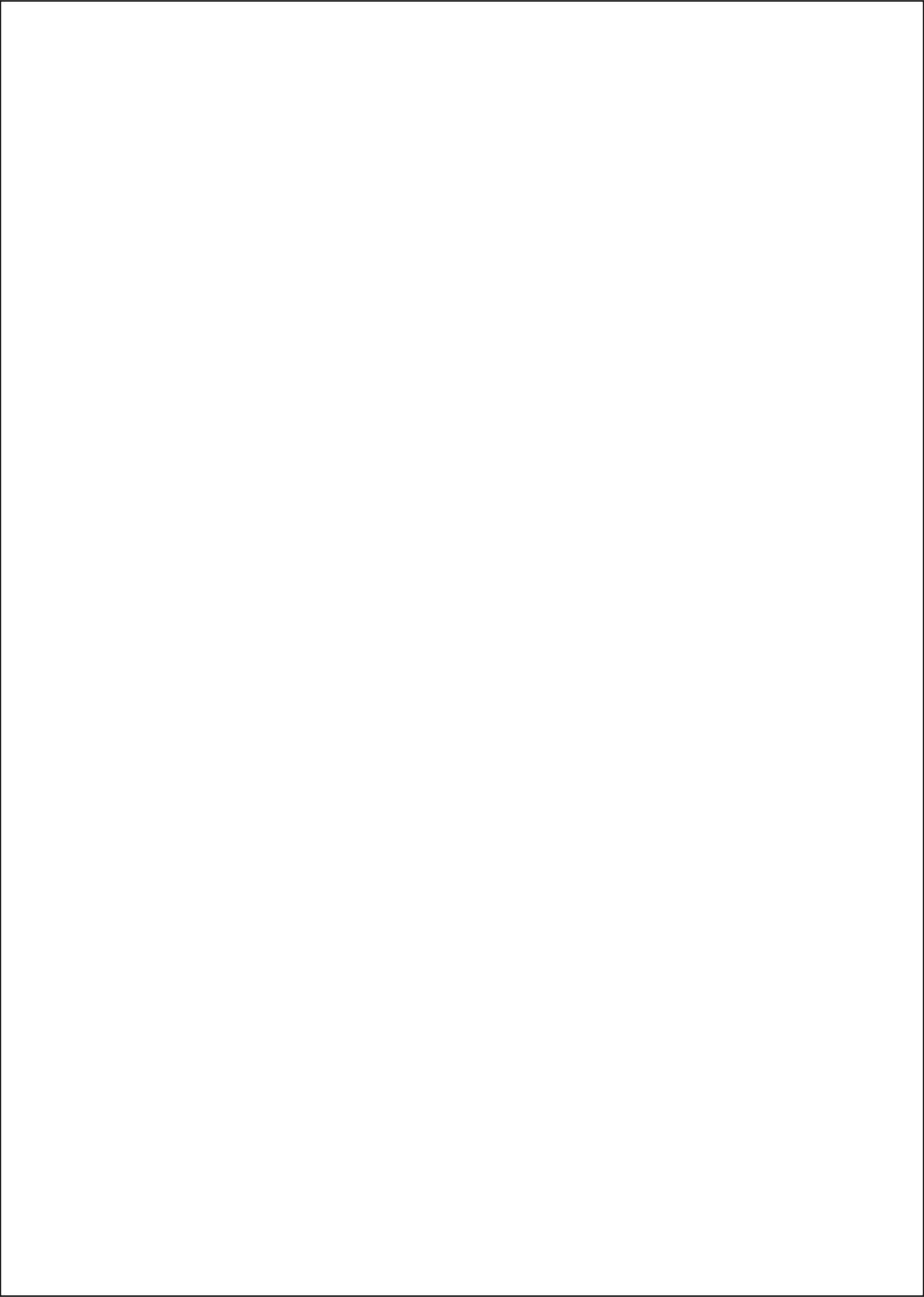


Recuperación global en marcha, pero todavía con una incertidumbre elevada

Los ajustes en curso de la economía española condicionan el ritmo de la recuperación

A medio plazo, el crecimiento potencial se ajustará pero continuará siendo superior al de Europa

Consolidación fiscal: necesaria con consideraciones diferenciales a corto y largo plazo



# Índice

Fecha de cierre: 2 de noviembre de 2009

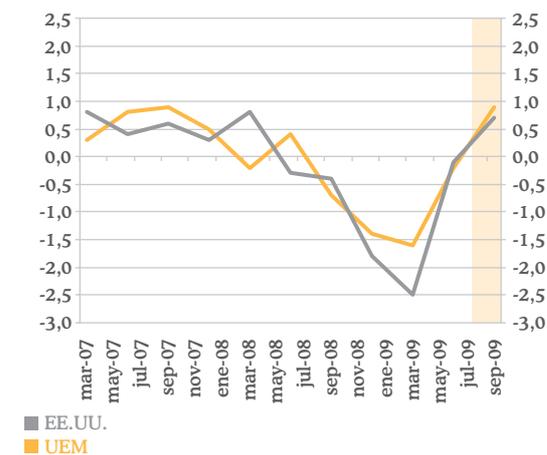
<b>1. En resumen</b>	<b>2</b>
<b>2. Un entorno internacional más favorable, pero no exento de riesgos</b>	<b>4</b>
<b>3. Los ajustes en curso de la economía española condicionan el inicio de la recuperación</b>	<b>8</b>
Recuadro 1: "Un Modelo de Indicadores Contemporáneos de Actividad: MICA-BBVA"	17
Recuadro 2: "Cambios en la fiscalidad e impacto sobre la economía española"	20
Recuadro 3: "El crecimiento potencial en España: efectos de la crisis"	22
Recuadro 4: "La heterogeneidad regional ante la crisis económica"	24
<b>4. Cambios estructurales en las cuentas públicas españolas</b>	<b>26</b>
<b>5. Resumen de previsiones</b>	<b>34</b>

## Han elaborado esta publicación:

Rafael Doménech	34 91 537 36 72	r.domenech@grupobbva.com
Miguel Cardoso	34 91 374 39 61	miguel.cardoso@grupobbva.com
Mónica Correa López	34 91 374 64 01	monica.correa@grupobbva.com
Ignacio González-Panizo	34 91 538 63 50	ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
Virginia Pou Bell	34 91 537 77 23	virginia.pou@grupobbva.com
Jorge Rodríguez-Vález	34 91 537 48 90	jorge.rv@grupobbva.com
Pep Ruiz Aguirre	34 91 537 55 67	ruiz.aguirre@grupobbva.com
Camilo A. Ulloa Ariza	34 91 537 84 73	camiloandres.ulloa@grupobbva.com

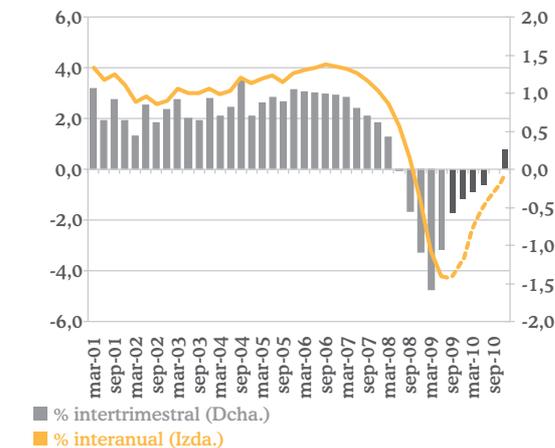
## EE.UU. y UEM: crecimiento del PIB

(variación intertrimestral %)



Fuente: SEE BBVA

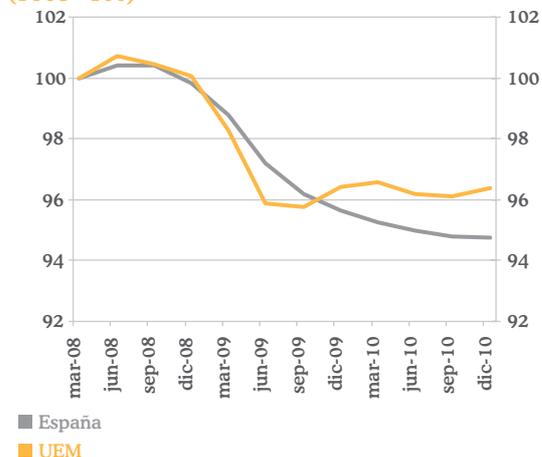
## España: crecimiento del PIB



Fuente: INE y SEE BBVA

## España y UEM: Evolución del PIB

(1T08=100)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE y Eurostat

## 1. En resumen

### Las perspectivas económicas mundiales mejoran, aunque los riesgos a la baja continúan latentes a corto plazo, sobre todo en las economías avanzadas

Desde la publicación del último Situación España el pasado mes de marzo, la economía mundial ha experimentado una significativa mejoría en su escenario económico. La sensación de caída libre en la que la mayor parte de las economías se habían instalado desde finales de 2008 ha dado paso a una situación de relativa estabilidad y, en algunos casos, de crecimiento moderado. El cambio de tendencia operado desde entonces obedece fundamentalmente a las excepcionales medidas de estímulo público adoptadas por la mayor parte de las economías, tanto en el frente monetario como en el frente fiscal. No obstante, los fundamentos de la economía mundial continúan frágiles y los riesgos a la baja se mantienen plenamente vigentes a corto plazo. El principal riesgo al que se enfrenta la recuperación global se encuentra en la retirada prematura de los planes de estímulo, sobre todo en las economías más avanzadas, y en la incertidumbre sobre si el gasto privado podrá sustituir al gasto público como principal vector de la recuperación una vez retirados los estímulos.

La recuperación de la economía mundial se presenta de forma heterogénea. En términos generales, las economías emergentes se encuentran en una senda de recuperación más sólida que las desarrolladas. La economía norteamericana, por su parte, parece encontrarse mejor posicionada que la europea de cara a observar una resolución más rápida de la crisis. En primer lugar porque el impulso fiscal en EE.UU. está siendo relativamente mayor que en Europa y tendrá un impacto más significativo sobre el crecimiento en los próximos años. En segundo lugar porque el mayor grado de rigidez del mercado laboral hará más difícil la reestructuración de la economía europea. Finalmente, porque existen problemas sin resolver en segmentos significativos del sistema financiero europeo. Lo anterior, unido a la mayor determinación de las autoridades en EE.UU., para resolver estos problemas supondrá un comportamiento diferencial de la economía norteamericana frente a la europea.

### En 2009 la caída de la economía en España y en la UEM será semejante

Como en el resto de economías, en España se ha moderado significativamente el ritmo de contracción de la actividad económica. En el conjunto de 2009 experimentará un retroceso en su PIB del 3,8%, similar al que se registrará en la UEM. Pese a la existencia de elementos que lastran el crecimiento español diferencialmente frente a Europa (particularmente el mayor proceso de desapalancamiento y el ajuste del sector inmobiliario), lo cierto es que la economía española ha podido acotar la fase más aguda de la recesión y evitar que su caída fuera superior a la europea debido a dos razones. Por una parte, la economía española ha sido más incisiva en la utilización de la política fiscal con fines contracíclicos. Por otra parte, el sector exterior ha jugado un papel esencial para moderar el grado de caída del PIB, de manera que el positivo comportamiento de las exportaciones netas ha contribuido notablemente a compensar parte de la caída en la demanda interna.

### Los ajustes en curso de la economía española condicionan la recuperación

A pesar de la moderación que se ha producido en el ritmo de contracción económica, existen pocos elementos que permitan prever que en 2010 pueda entrarse en un periodo de sólida recuperación. Las razones detrás de estas perspectivas son varias. En primer lugar, el proceso de desapalancamiento del sector privado y de reducción de las necesidades de financiación de la economía española ha continuado ganando en intensidad a lo largo de 2009 y se extenderá a 2010. El proceso ha estado singularmente protagonizado por los hogares, como refleja el intenso aumento de la tasa de ahorro y, de una forma recíproca, la caída del consumo. La disminución en la riqueza financiera e inmobiliaria, la mayor incer-

tidumbre en el mercado de trabajo, unas perspectivas de menor crecimiento futuro de los ingresos y la expectativa de la consolidación fiscal que se inicia en 2010, y que deberá continuar en los años siguientes, son todos ellos factores que harán que la tasa de ahorro en 2010 se mantenga en niveles muy elevados y que impedirán una recuperación sólida del consumo a corto plazo.

El segundo factor que condiciona las perspectivas de crecimiento es el proceso de redimensionamiento del sector inmobiliario que continuará en 2010. La actividad del sector se encuentra limitada por el exceso de oferta, que sólo a comienzos de 2010 podría comenzar a reducirse. La mejora en la accesibilidad de las familias a la compra de vivienda, derivada de unos tipos de interés bajos en comparación histórica y de previsibles caídas en los precios de la vivienda, podría dinamizar la demanda en 2010 y acortar el proceso de ajuste pendiente.

En tercer lugar, la recuperación se ve lastrada por un mercado laboral que muestra un alto nivel de desempleo estructural. Previsiblemente la destrucción de empleo irá reduciéndose paulatinamente a lo largo de 2010, pero el crecimiento de la actividad del próximo año será insuficiente para crear empleo de forma sostenida. A pesar de esta caída del empleo para el conjunto de 2010, el margen de repunte de la tasa de paro será moderado debido a un aspecto novedoso en el mercado laboral, como es la caída de la población activa. En este escenario, la tasa de desempleo aumentará mucho más suavemente que en los últimos trimestres, superando ligeramente el 20% de la población activa, lo que junto a niveles históricamente bajos de utilización de la capacidad productiva permite prever bajas tasas de inflación (0,9%) para 2010.

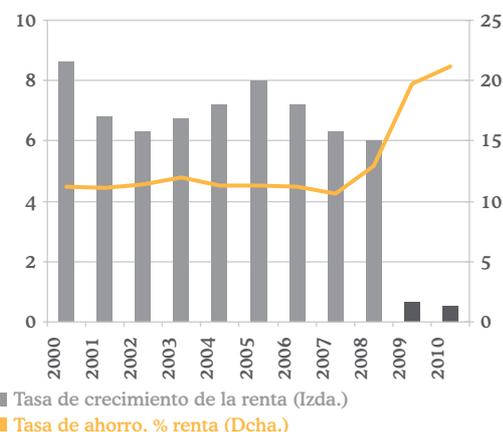
Por último, en 2010 se iniciará un proceso de ajuste en las cuentas públicas, tras el uso intensivo que de las mismas se hizo en 2008 y 2009 con fines contracíclicos. La deuda pública en España prevista para 2009 (un 54% del PIB) es sensiblemente inferior a la de la UEM (aproximadamente un 80% en el que, a diferencia de España, ha sido responsable un sustancial paquete de ayudas a bancos equivalente al 5,7% del PIB). En este contexto el Gobierno ha anunciado un fuerte compromiso de estabilidad presupuestaria con el que alcanzar un déficit del 3% en 2012, un compromiso plurianual que, de momento, sólo ha sido igual de ambicioso en Alemania o en Holanda. Sin duda, los beneficios a largo plazo de un proceso de consolidación fiscal exceden ampliamente los efectos contractivos sobre el crecimiento económico a corto plazo, aunque debe prestarse especial atención a su composición (en términos de ingresos y gastos) y al plan temporal de implementación, con el objetivo de impedir que pueda afectar negativamente la recuperación prevista a finales de 2010.

### De las políticas de corto a las de largo plazo: la necesidad de acelerar la adopción de reformas que impulsen el crecimiento

Aunque continúan existiendo riesgos, puede decirse que las políticas económicas de estabilización han resultado relativamente exitosas en su objetivo de suavizar el ciclo y disminuir el grado de contracción de la economía. De todas maneras, habría que señalar que permanecen algunas incertidumbres, entre las que se encuentran las relacionadas con el ajuste que enfrenta el sistema financiero español. A este respecto, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria ha diseñado estrategias que facilitan dicho ajuste y que deberían de acogerse rápidamente, de tal manera que se incentive un ajuste ordenado de los excesos de capacidad en el sector y la generación de entidades fuertes, que puedan canalizar de manera eficiente los recursos disponibles para la economía española.

Hacia delante, una vez superada la crisis, el crecimiento potencial de la economía (2%) seguirá siendo previsiblemente mayor que el de la UEM (1,4%). Sin embargo, es posible mejorar estas perspectivas de crecimiento potencial si se acelera el ritmo de adopción de las reformas estructurales en marcha (Directiva de Servicios) o se decide la adopción de aquellas que forman parte del amplio consenso que existe entre expertos e instituciones nacionales e internacionales (mercado laboral). La velocidad de salida de la economía española, cuando se inicie la recuperación, dependerá crucialmente de la prioridad que se le asigne a estas reformas.

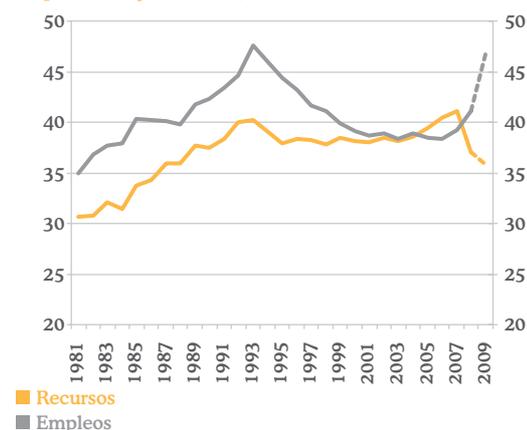
### Hogares: renta bruta disponible y tasa de ahorro



Fuente: INE y SEE BBVA

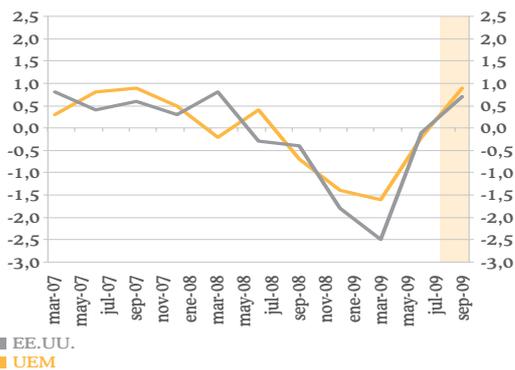
### Recursos y Empleos no financieros de las AA.PP

(En porcentaje del PIB)



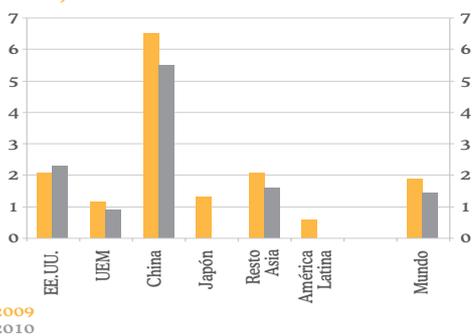
Fuente: SEE BBVA a partir de MEH, INE e IEF

Gráfico 2.1.  
EE.UU. y UEM: crecimiento del PIB  
(variación intertrimestral %)



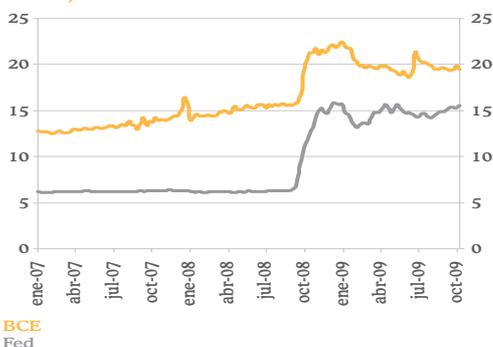
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.2.  
Programas de estímulo fiscal: tamaño relativo  
(% del PIB)



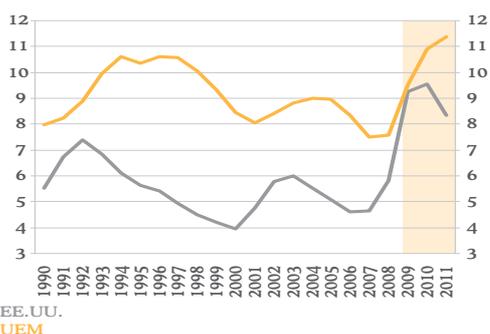
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.3.  
Bancos centrales: activos totales  
(% del PIB)



Fuente: Datastream

Gráfico 2.4.  
EE.UU. y UEM: tasa de desempleo  
(% población activa)



Fuente: SEE BBVA

## 2. Un entorno internacional más favorable, pero no exento de riesgos

### Las perspectivas económicas mundiales mejoran,...

Desde la publicación del último Situación España el pasado mes de marzo, la economía mundial ha experimentado una mejora de su escenario económico. La sensación de caída libre en la que la mayor parte de las economías se habían instalado desde finales de 2008 ha dado paso a una situación de relativa estabilidad y, en algunos casos, de crecimiento moderado.

El cambio de tendencia operado desde entonces obedece fundamentalmente a las excepcionales medidas de estímulo público adoptadas por la mayor parte las economías, y que se encuadran tanto en el frente monetario como en el frente fiscal y presupuestario. El primero, con reducciones sustanciales de los tipos de intervención, inyecciones masivas de liquidez y operaciones no convencionales con activos, cuya puesta en marcha ha permitido un restablecimiento parcial de las condiciones de liquidez y crédito. Y el segundo, con ambiciosos paquetes públicos de estímulo, que han proporcionado, entre otras cosas, un impulso a determinados sectores, como por ejemplo el del automóvil, y, en términos generales, el sostenimiento temporal de las rentas y el gasto de los agentes privados.

### ...aunque los riesgos a la baja continúan latentes a corto plazo, sobre todo en las economías avanzadas.

No obstante, los fundamentos de la economía mundial continúan frágiles y los riesgos a la baja se mantienen plenamente vigentes a corto plazo. El principal riesgo al que se enfrenta la recuperación global se encuentra en la retirada prematura de los planes de estímulo, sobre todo en las economías más avanzadas, y en la incertidumbre sobre si el gasto privado podrá sustituir al gasto público como principal vector de la recuperación una vez retirados dichos estímulos. Esta afirmación se apoya en el hecho de que, a diferencia de lo que ha ocurrido en las economías emergentes, en algunos países desarrollados el patrón de crecimiento durante la fase expansiva se caracterizó por un fuerte impulso de la demanda interna, cuya principal fuente de sustento (el excesivo recurso al endeudamiento de los agentes privados) no tendrá el mismo protagonismo en esta nueva fase del ciclo. Los registros del mercado laboral no contribuirán tampoco a una salida rápida de la crisis, toda vez que el ritmo de destrucción del empleo sigue siendo aún muy elevado en muchas economías.

Por todo ello, actualmente el mayor reto de política económica continúa siendo determinar cuál será el momento adecuado para retirar los programas públicos de apoyo. Así, la retirada prematura y descoordinada de los estímulos, especialmente los monetarios, podría reactivar parcialmente el círculo de contracción económica observado ya a finales de 2008.

En Europa, el tipo de refinanciación del Banco Central Europeo (BCE) se encuentra actualmente en el 1%, y se mantendrá en esos niveles durante un período prolongado de tiempo, probablemente hasta bien entrado 2011. Por un lado, la capacidad inutilizada en la economía de la zona euro es muy alta, lo que reduce al mínimo las presiones inflacionistas. Por otro, el elevado nivel actual del tipo de cambio del euro, que ejerce presiones a la baja sobre los precios y la actividad

exportadora, limita también los márgenes para subidas tempranas de tipos de interés. No obstante, convendría recordar que el sostenimiento de los estímulos en el tiempo podría tener a su vez consecuencias nocivas sobre el crecimiento. Primero, al distorsionar los incentivos de los agentes para adoptar medidas que de otro modo probablemente se pospondrían en el tiempo y, segundo, al debilitar seriamente las cuentas públicas de muchas economías, cuyos niveles de déficit y deuda públicos podrían llegar a cotas difícilmente sostenibles. Por todo ello, las autoridades monetarias y fiscales deberían tener presente el actual balance de riesgos, puesto que un paso en la dirección contraria podría dañar seriamente la recuperación. En este sentido, parece probable que los bancos centrales vayan paulatinamente ensayando posibles alternativas para normalizar, llegado el momento, sus políticas de liquidez. En esta situación, será especialmente importante que la comunicación realizada por las autoridades monetarias separe claramente el diseño de las estrategias de salida y el momento de su aplicación, que debería posponerse hasta que la economía haya retomado un crecimiento asentado en bases más robustas.

Con todo, los avances en los mercados financieros han sido sustanciales durante los últimos meses. Las tensiones se han ido reduciendo progresivamente desde los máximos alcanzados tras la caída de Lehman. No obstante, la situación actual dista de ser plenamente satisfactoria, ya que los niveles de tensión en los mercados se encuentran todavía lejos de los niveles pre-crisis. Los mayores avances hasta la fecha se han producido en los mercados interbancarios. Así, el diferencial OIS a tres meses en EE.UU. y en la UEM se encuentran en la actualidad en sus mínimos desde hace más de un año y medio. No obstante, la evolución en dichos mercados continúa siendo muy dependiente de las inyecciones masivas de liquidez por parte de los bancos centrales, por lo que una retirada prematura de los estímulos monetarios podría llevar a retrotraer parte de la mejora previa.

Por su parte, la reducción de las primas de riesgo ha sido extraordinariamente rápida durante los últimos meses. Así, los CDS<sup>1</sup> bancarios norteamericanos alcanzaron en octubre su nivel mínimo desde el estallido de la crisis, y los europeos se situaron en su nivel más bajo desde hace casi un año. No obstante, desde principios de verano la corrección a la baja se ha estabilizado. La cautela parece haberse impuesto en la mayoría de los mercados (también en los de renta variable, con revalorizaciones relativamente modestas desde julio), en un contexto donde la robustez y la sostenibilidad de la recuperación económica a nivel global es aún difícil de calibrar y predomina una aversión al riesgo históricamente elevada.

## Las economías emergentes se erigen como el nuevo motor del crecimiento global,...

La recuperación económica se presenta, no obstante, de forma heterogénea. En términos generales, las economías emergentes se encuentran en una senda de recuperación más sólida que las desarrolladas. Este hecho se explica por un conjunto de factores diferenciadores que han permitido a la mayor parte de estas economías (con la excepción de muchos países de Europa Emergente) sortear más fácilmente el encarecimiento de los mercados de financiación y la contracción de la actividad y el empleo. En particular, su menor exposición a la crisis financiera, sobre todo en sus compases iniciales; el éxito de los programas de estímulo fiscal y monetario

Gráfico 2.5.

### Indicador de tensiones financieras

(100=enero-07)



Fuente: SEE BBVA

Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos

Gráfico 2.6.

### Mercados interbancarios: diferencial OIS a 3 meses

(3M LIBOR - 3 MOIS)

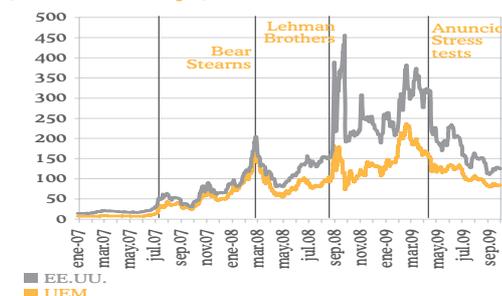


Fuente: Boomerang

Gráfico 2.7.

### Bancos: prima de riesgo

(CDS 5 años en pb)

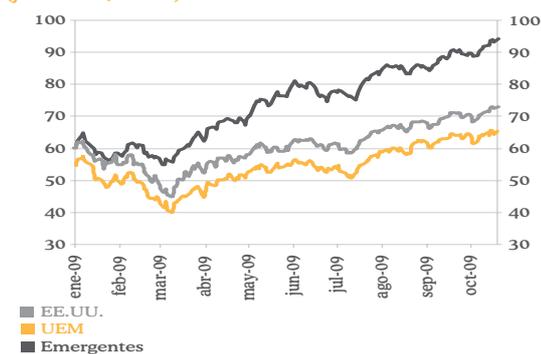


Fuente: Bloomberg

Gráfico 2.8.

### Evolución de los mercados de renta variable

(julio 2007=100)



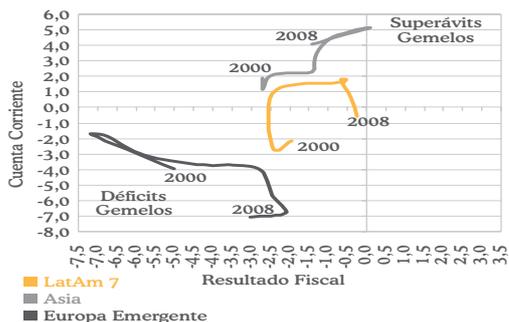
Fuente: Bloomberg y MSCI

1 Credit Default Swap o acuerdo de cobertura del riesgo de impago de un título financiero.

Gráfico 2.9.

**Evolución de la cuenta corriente y resultado fiscal 2000-2008**

(% del PIB)

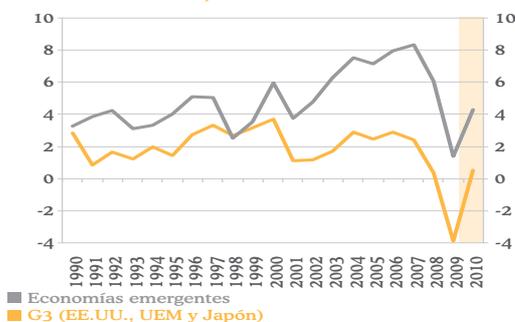


Fuente: WEO, IIF, BBVA. LatAm 7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Venezuela. Europa Emergente: Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria, Rumanía, Turquía, Ucrania. Asia: China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Filipinas, Singapur, Taiwan, Tailandia.

Gráfico 2.10.

**Economías emergentes y G3: crecimiento del PIB**

(variación interanual)

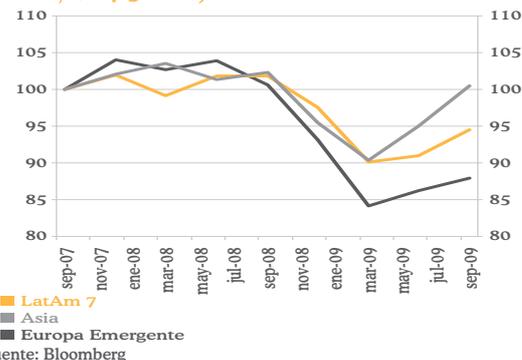


Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.11.

**Producción industrial**

(índice, 2007:3=100)

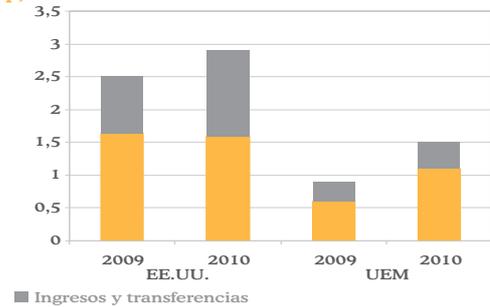


Fuente: Bloomberg

Gráfico 2.12.

**EE.UU. y UEM: contribución de los paquetes de estímulo fiscal al crecimiento del PIB**

(pp)



Fuente: SEE-BBVA

puestos en marcha tras el estallido de la crisis; el incremento en los precios de las materias primas durante los últimos meses; la modesta recuperación del comercio mundial tras el desplome sufrido a finales de 2008; y, quizás lo más relevante para la sostenibilidad de su crecimiento a largo plazo, los esfuerzos previos, en muchas de ellas, por fomentar y practicar una política de estabilidad macroeconómica y desarrollo acelerado. Por todo ello, se espera que, hacia delante, se amplíe la brecha en términos de crecimiento entre las economías emergentes y los países más desarrollados, favorable a las primeras

La economía norteamericana, por su parte, parece encontrarse mejor posicionada que la europea de cara a observar una resolución más rápida de la crisis. En particular, el impulso fiscal en EE.UU. será relativamente mayor y tendrá un impacto más significativo sobre el crecimiento en los próximos años. Así, en 2010 se estima que alcance los 3 puntos porcentuales (pp), frente a los 1,5 pp en Europa. Con todo, el escenario más probable para la economía de EE.UU. es de un moderado crecimiento hacia delante, ya que ni hay certeza de que una vez se acabe el estímulo público el sector privado vuelva a recuperar una senda de crecimiento sostenido, ni los riesgos de una recaída han disminuido lo suficiente para que cuestiones como el desempleo o las cuentas públicas dejen de ser una preocupación manifiesta.

En cuanto a Europa, el impulso fiscal será comparativamente menos elevado en 2010, así como heterogéneo entre países. La recuperación de la actividad se verá también pospuesta por el mayor grado de rigidez del mercado laboral europeo (que supone impactos más prolongados en el empleo), así como por la reestructuración del sistema bancario en todas las economías que han necesitado de cuantiosas ayudas públicas y por un potencial de crecimiento inferior al estadounidense.

Entre los países emergentes, los indicios de recuperación de la actividad son ya claros, aunque el patrón de crecimiento presenta todavía algunas diferencias destacables. Así, China retomó en el último trimestre ritmos de crecimiento elevados (7,9% a/a), justificados en parte por un aumento rápido del crédito y por otras medidas de estímulo. Dentro de América Latina, la mayor parte de las economías mostraron también señales de crecimiento positivo durante el tercer trimestre. No obstante estas tendencias positivas deberían profundizarse aún más en 2010, lo que permitiría encauzar casi por completo el tono de la recuperación. Más riesgos presenta, sin embargo, la situación de las economías emergentes europeas, donde se aprecian casos de adopción de políticas financieras heterodoxas en países muy afectados por la crisis y su impacto en el segmento hipotecario.

**...aunque el desafío de corregir los desequilibrios globales continúa vigente**

En términos generales, el mantenimiento de un patrón de crecimiento sostenible a largo plazo dependerá, en gran medida, de un reequilibrio de fuerzas a escala global, que permita la alteración de los patrones de ahorro e inversión observados hasta el momento entre economías avanzadas y emergentes, y cuyo resultado fue la aparición de fuertes desequilibrios macroeconómicos a nivel mundial.

Esto implicaría necesariamente más consumo en aquellas economías con superávits por cuenta corriente (fundamentalmente las asiáticas).

ticas), cuyo crecimiento durante los últimos años se ha basado, por una parte, en un modelo guiado por un tipo de cambio depreciado, que estimula las exportaciones y la acumulación de divisas por motivos precautorios y, por otra, en una tasa de ahorro elevada, que reduce la demanda interna. Ante la dificultad de que el consumo en las economías avanzadas vuelva a ser el motor del crecimiento mundial, y dada la necesidad de que EE.UU. oriente su crecimiento a una proporción mayor de ahorro sobre el PIB, la recomposición en la demanda global deberá operar casi por completo para conseguir un crecimiento de la economía mundial más equilibrado a largo plazo. Esto impone una serie de retos para las distintas economías, entre los que se encuentra evitar un desalineamiento brusco de las divisas, en un contexto marcado por una alta volatilidad cambiaria.

Asimismo, en el medio plazo será necesario poner en marcha planes creíbles de consolidación fiscal, para evitar que el gasto público expulse a la demanda privada. De nuevo, el diseño de estos planes no necesariamente debe coincidir con el momento de su aplicación.

Gráfico 2.13.

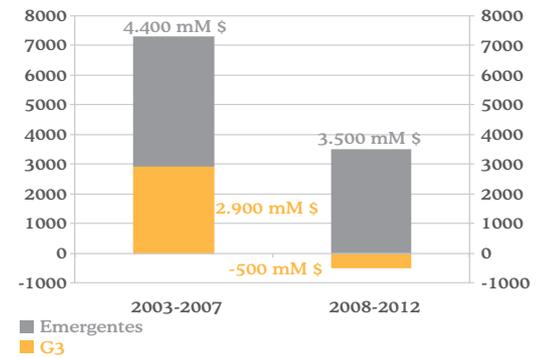
### EE.UU. y UEM: crecimiento del PIB (variación intertrimestral)



Fuente: SEE-BBVA

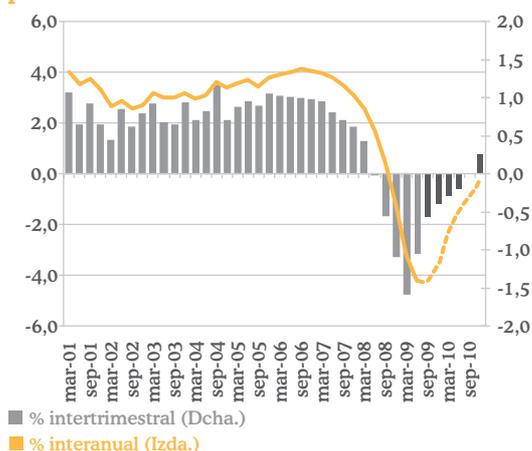
Gráfico 2.14.

### G3 y emergentes: cambio en la demanda\*



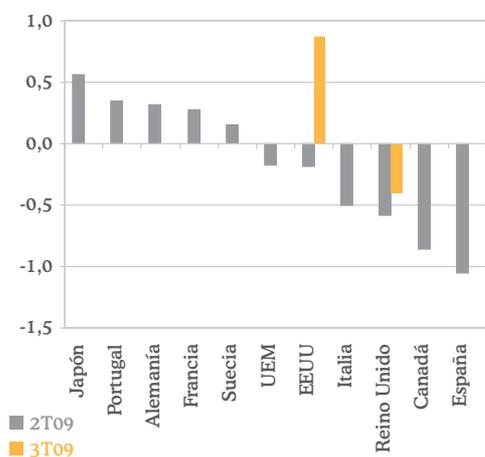
(\*): consumo privado + inversión bruta  
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.1.  
España: crecimiento del PIB



Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 3.2.  
Países desarrollados: crecimiento del PIB en el 2T09



Fuente: SEE BBVA a partir de Thomson Financial

### 3. Los ajustes en curso de la economía española condicionan el inicio de la recuperación

Como en el resto de economías, en España se modera el ritmo de contracción ...

A lo largo del segundo y tercer trimestre del año, la economía española ha ido mostrando un patrón de menor deterioro de su actividad económica, dejando atrás las cifras de fuertes caídas del PIB y del empleo que se observaron en la parte inicial de 2009. Efectivamente, en el segundo trimestre del año el PIB se contrajo en un 1,1%, desde el -1,6% registrado entre enero y marzo, mientras que el empleo cayó en un 1,2% desde el -3,1% del primer trimestre (empleo equivalente a tiempo completo, corregido de estacionalidad). Por tanto, la economía española no fue ajena al giro hacia tasas menos negativas que experimentaron el resto de economías de nuestro entorno. Sin embargo, la reducción del ritmo de caída en España ha sido más suave, por contraste con la más vigorosa de otros países europeos, algunos de los cuales incluso mostraron cifras positivas de crecimiento en su PIB; y ello, pese al elemento diferencial positivo que sobre la economía española supuso el arranque del Fondo Estatal de Inversión Local (FEIL) y el positivo comportamiento de las exportaciones netas, que en España contribuyeron notablemente a compensar parte de la caída en la demanda interna.

A falta de conocer los datos oficiales, la economía española habría continuado con esta tendencia de menor deterioro durante el tercer trimestre del año. Los indicadores parciales de coyuntura muestran, en general, una continuación en su mejoría frente a los observados en el segundo trimestre, lo cual permite avanzar una caída en el PIB inferior a la registrada entre abril y junio. No obstante lo anterior, es necesario precisar, por una parte, que no todos los segmentos de la economía presentan un comportamiento similar, ya que algunos muestran más robustez en su recuperación. Por otra parte, el ritmo de mejora paulatina en los indicadores, que se venía observando desde la primavera, parece, en general, haberse ralentizado en los datos más recientes.

Cuadro 2.1. España, cuadro macroeconómico

(% de crecimiento interanual)	1T09	2T09	3T09	4T09	2006	2007	2008	2009	2010
Consumo hogares	-5,1	-5,9	-5,7	-5,0	3,8	3,6	-0,6	-5,4	-1,7
Consumo AA.PP.	6,4	5,1	3,3	1,7	4,6	5,5	5,5	4,1	1,1
FBCF	-15,2	-17,0	-15,8	-13,3	7,2	4,6	-4,4	-15,3	-7,5
Equipo y otros productos	-20,0	-23,6	-22,5	-20,0	8,9	6,8	-2,7	-21,5	-10,6
Construcción	-11,5	-12,0	-10,7	-8,4	6,0	3,2	-5,5	-10,6	-5,2
Vivienda	-24,3	-25,5	-23,9	-20,8	6,2	3,0	-10,3	-23,6	-10,8
Resto	1,7	1,2	1,5	2,5	5,8	3,3	-0,4	1,7	0,2
Var. existencias (*)	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,4	-0,07	0,1	0,0	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-6,1</b>	<b>-7,3</b>	<b>-7,2</b>	<b>-6,4</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,9</b>
Exportaciones	-17,6	-15,7	-13,2	-9,2	6,7	6,6	-1,0	-13,9	0,5
Importaciones	-22,9	-22,3	-20,0	-16,2	10,2	8,0	-4,9	-20,4	-4,9
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>
<b>PIB pm (% a/a)</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-1,2</b>
<b>PIB pm (% t/t)</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>					
<b>Pro-memoria</b>									
PIB sin inversión en vivienda	-1,3	-2,3	-2,5	-2,0	3,8	3,6	2,0	-2,1	-0,4
PIB sin construcción	-1,6	-2,7	-2,9	-2,6	3,6	3,7	2,3	-2,4	-0,4
Empleo total (EPA)	-6,4	-7,2	-7,3	-6,6	4,1	3,1	-0,5	-6,9	-3,5
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	17,4	17,9	17,9	19,0	8,5	8,3	11,3	18,1	20,1
Empleo total (e.t.c.)	-6,3	-7,1	-7,0	-6,3	3,3	2,8	-0,6	-6,7	-3,3

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

Particularmente este último rasgo es característico del consumo. Los indicadores de confianza del consumidor han experimentado una senda de mejoría clara, a medida que el deterioro del mercado laboral se frenaba, pero esta senda no se ha visto acompañada con igual intensidad por la recuperación en los indicadores de gasto de los hogares, a excepción de aquellos afectados por estímulos fiscales, como es el caso singular del automóvil y el llamado Plan 2000E. El gráfico adjunto, que recoge las ventas minoristas, ilustra cómo el tercer trimestre del año no ha traído una disminución sustancial en los ritmos de caída. Esta débil mejora en el consumo observada hasta la fecha contrasta con los intensos choques positivos de renta que los hogares han experimentado a lo largo de 2008 y 2009: reducción de impuestos (deducción del IRPF y supresión del Impuesto sobre Patrimonio), disminución de la carga financiera (en línea con la caída de tipos de interés) y de la inflación (que aumenta el poder adquisitivo de la renta). Ello no hace sino evidenciar que la dinámica del consumo se ve muy condicionada por dos factores de especial intensidad como son, en el corto plazo, el ahorro precautorio derivado de la situación de alta incertidumbre actual y, en una tendencia más de medio plazo, el proceso de desapalancamiento del sector privado que se analiza posteriormente.

En segundo lugar, la inversión empresarial estaría mostrando un tono algo menos negativo que en trimestres anteriores, aunque todavía seguiría condicionada tanto por la incertidumbre como por la capacidad de las empresas para financiar nuevos proyectos de inversión. Impulsada por un contexto internacional algo más favorable, la producción industrial de bienes de equipo estaría empezando a recuperarse, mientras que las importaciones de bienes de capital habrían repuntado con fuerza en el verano y mostrarían ya crecimientos mensuales (una vez corregida la estacionalidad). Por lo que respecta a la inversión en vivienda, a lo largo de los dos últimos trimestres la demanda habría ralentizado significativamente su caída, dada la mejora en la accesibilidad, al tiempo que el ajuste de la oferta se estaría intensificando. No obstante, la inversión en vivienda se encontraría limitada por el freno en la demanda y el exceso de vivienda en el mercado. Por su parte, el FEIL estaría acotando la caída en la formación bruta de capital por la parte de la construcción no residencial.

Finalmente, el sector exterior se estaría mostrando más dinámico de lo esperado hace apenas unos meses. Los indicadores son todavía incompletos, pero de los datos contenidos en la balanza comercial, las ventas exteriores de las grandes empresas y la cartera de pedidos, puede concluirse que en el tercer trimestre se habría mantenido el buen tono mostrado por las exportaciones españolas durante el segundo trimestre, de forma que habrían vuelto a experimentar crecimientos trimestrales, tras las intensas caídas de principios de año.

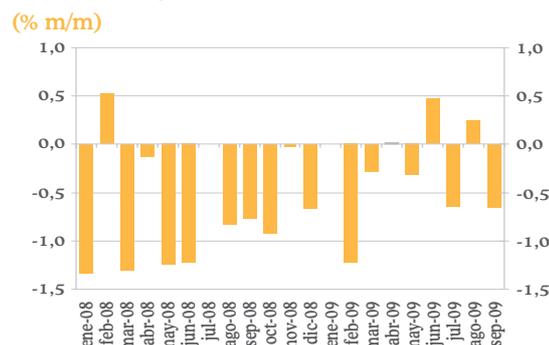
Mención aparte merece el mercado laboral. Su evolución ha estado condicionada por el grado de avance del FEIL, de forma que desde las bruscas caídas de comienzos de año ha ido reduciéndose el ritmo de destrucción de empleo y de aumento del paro hasta el verano. La EPA del 3T09 mostró una estabilización en ritmos todavía elevados de disminución de la ocupación (por encima de 200 mil empleos), al tiempo que los datos de paro registrado conocidos hasta el momento marcan una tendencia al aumento. La progresiva finalización de las obras del FEIL permite prever que los registros irán empeorando en lo que queda de año.

### ..., y seguirá haciéndolo, pero más suavemente

En conjunto, por tanto, las señales son mixtas. Parece claro que en términos agregados se observan señales de una suavización de la contracción. Sin embargo, modelos de indicadores de actividad como

Gráfico 3.3.

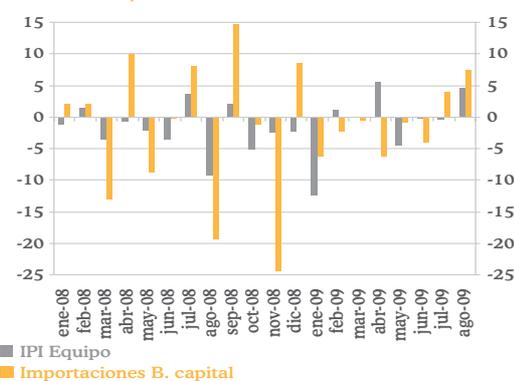
### España: ventas minoristas corregidas de calendario y de estacionalidad



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Gráfico 3.4.

### España: indicadores de inversión (Tasa de crecimiento mensual, corregida de estacionalidad)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE y Ministerio de Industria

Gráfico 3.5.

### España: exportaciones y cartera de pedidos de exportación



Fuente: SEE BBVA a partir de Ministerio de Industria y Comisión Europea

Gráfico 3.6.

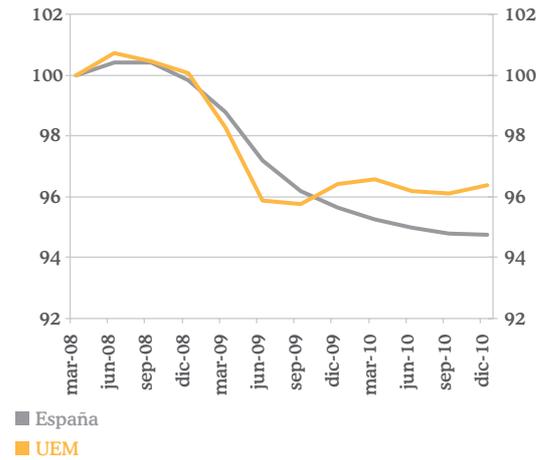
### España: desempleo registrado



Fuente: SEE BBVA, a partir de datos del INEM

Gráfico 3.7.

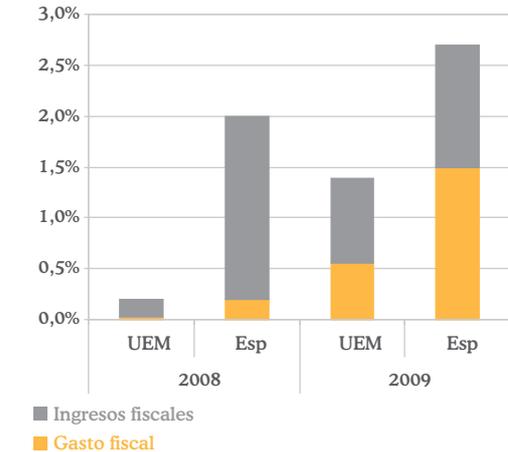
**España y UEM: evolución del PIB**  
(1T08=100)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE y Eurostat

Gráfico 3.8.

**Impulso fiscal**  
(% del PIB)

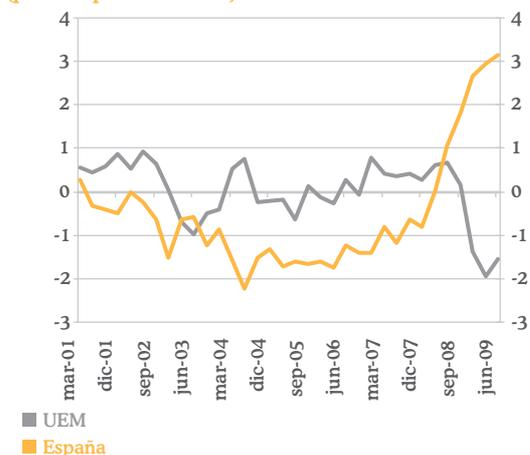


Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.9.

**Contribuciones del sector exterior al crecimiento anual del PIB**

(puntos porcentuales)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE y Eurostat

el modelo MICA-BBVA nos permiten concluir que el ritmo de mejora se estaría ralentizando (véase recuadro 1: Un Modelo de Indicadores Contemporáneos de Actividad: MICA-BBVA). Con todo, a partir de la información coyuntural conocida en la fecha de cierre de este informe, estimamos que la economía española en el 3T09 habría caído en un 0,6% trimestral,<sup>1</sup> desde el -1,1% registrado en el 2T09. La contracción del PIB continuaría suavizándose ya más lentamente en el 4T09, trimestre para el que prevemos una caída del 0,4%, de forma que en el conjunto de 2009 la economía española experimentará un retroceso en su PIB del 3,8%.

**En 2009 la caída de la economía en España y en la UEM será semejante...**

Las economías española y europea registrarán, por tanto, caídas del PIB similares. Es cierto que en Europa la contracción fue mayor en su punto máximo, pero la debilidad en España en esta parte final de 2009 puede ser algo superior aunque, en general, y como se observa en el gráfico adjunto, la dinámica de salida prevista para España no es sustancialmente distinta. Pese a la existencia de elementos que lastran el crecimiento español diferencialmente frente al europeo (particularmente el mayor proceso de desapalancamiento y el ajuste del sector inmobiliario), lo cierto es que la economía española ha podido acotar la fase más aguda de la recesión y evitar que su caída fuera superior a la europea. Esto es debido a dos razones. Por una parte, la economía española ha sido más incisiva en la utilización de la política fiscal con fines contracíclicos. Efectivamente, el proceso de consolidación fiscal realizado en la anterior fase expansiva, permitió a la economía española una mejor posición de partida. Así, el nivel de deuda pública sobre el PIB en España en 2008 se situaba en el entorno del 40%, 30 puntos por debajo de la media de la UEM en aquel año. De esta forma, y como se observa en el gráfico adjunto, el esfuerzo en términos de medidas fiscales expansivas en 2008 y 2009 ha podido resultar mucho más intenso que el desarrollado en la UEM. Por otra parte, el sector exterior ha jugado un papel esencial para moderar el grado de caída del PIB. Como se observa en el gráfico adjunto, en general el sector exterior detrae PIB en España en mayor medida que en Europa en las fases expansivas, pero contribuye positivamente en las recesivas. Esta recesión no ha sido una excepción y el sector exterior ha ido aumentando paulatinamente su contribución al crecimiento del PIB, primero por la intensa caída de las importaciones y, más recientemente, por el sorprendente buen tono de las exportaciones.

**... pero en España la contracción seguirá durante 2010**

Existen pocos elementos que permitan prever que la recesión no vaya a extenderse a 2010. Menos aún de que pueda entrarse en un periodo de recuperación sólida. La demanda continuará débil durante todo el año y sólo pueden preverse tímidos crecimientos del PIB en la parte final de 2010. Además, el progreso hacia la recuperación dependerá de la capacidad del sector privado para sustituir los estímulos públicos. En promedio, la contracción del PIB en 2010 será del -1,2%.

Las razones detrás de esta previsión son varias. Por una parte, las moderadas perspectivas de crecimiento para nuestros principales socios comerciales llevarán a cifras muy bajas de crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, será la evolución de la demanda interna la que marque el ritmo del PIB, ya que todos sus componentes registra-

<sup>1</sup> El INE publicará el dato de avance del PIB del 3T09 el 12 de noviembre. El Banco de España ha estimado una caída del 0,4% t/t, que está en línea con nuestra previsión, salvo en el componente de consumo de los hogares.

rán retrocesos, a excepción del consumo público. La debilidad de la demanda interna en 2010 se justifica por una serie de factores de ajuste pendientes. En primer lugar, por el proceso de desapalancamiento del sector privado y de reducción de las necesidades de financiación de la economía española. En segundo lugar, por el proceso de redimensionamiento del sector inmobiliario. En tercer lugar, por un mercado laboral aquejado de un mal funcionamiento y un alto nivel de desempleo estructural. Por último, por el proceso de ajuste en las cuentas públicas que la economía española iniciará en 2010, tras el uso intensivo que de las mismas se hizo en 2008 y 2009 con fines contracíclicos.<sup>2</sup>

Algunos de estos factores de ajuste han sido abordados profusamente en otras ocasiones.<sup>3</sup> El proceso de deterioro de las cuentas públicas se analiza con detalle en la sección tercera de este informe, mientras que los efectos que sobre la actividad tendrá el proceso de consolidación fiscal que se abordará en 2010 son analizados en el recuadro 2 "Cambios en la fiscalidad e impacto sobre la economía española". Sin embargo, en los últimos meses se ha puesto de manifiesto con toda rotundidad el intenso proceso de desapalancamiento y de reducción de las necesidades de financiación que está en curso y el modo en que condiciona la evolución de variables como el consumo de los hogares y la inversión empresarial.

### La obligada reducción del endeudamiento y de las necesidades de financiación fuerza al aumento del ahorro...

El proceso de reducción de las necesidades de financiación de la economía española y de su grado de endeudamiento ha continuado ganando en intensidad a lo largo de 2009. Este proceso se inició a comienzos de 2008, cuando las necesidades de financiación ascendían a 10 puntos de PIB, cifra que con datos del 2T09 se ha reducido al 7%, cantidades ambas en acumulado anual. El proceso ha estado singularmente protagonizado por los hogares, y ha quedado reflejado en el intenso aumento de la tasa de ahorro y, de una forma recíproca, en las pronunciadas caídas del consumo. La tasa de ahorro de los hogares se situó en el 2T09 en el 17,5% de su renta disponible, 7 puntos más que la observada en el 1T08. Como consecuencia, el consumo real de los hogares se ha contraído con igual rotundidad. Con la previsible caída que se habría registrado en el 3T09, serían ya 7 los trimestres consecutivos de caídas trimestrales del consumo, pese a los importantes estímulos fiscales y financieros que sobre la renta de los hogares se han producido en los últimos dos años. El gráfico adjunto permite comparar la importancia de esta caída por contraste con el ajuste más parecido, el que se produjo durante 1992 y 1993.

Tanto la intensidad de la disminución del consumo, como el aumento de la tasa de ahorro, pueden explicarse por las especiales circunstancias que acompañaron el cambio cíclico. Efectivamente, los hogares aprovecharon la fase expansiva para aumentar sus niveles de inversión y de consumo mediante el apalancamiento, es decir, el recurso al endeudamiento. A comienzos de 2008, el total de pasivos financieros de los hogares ascendía al 137% de su renta (30 puntos más que en 2005), mientras que sus activos financieros e inmobiliarios brutos ascendían al 270 y 900% de su renta disponible, respectivamente (170 puntos, en conjunto,

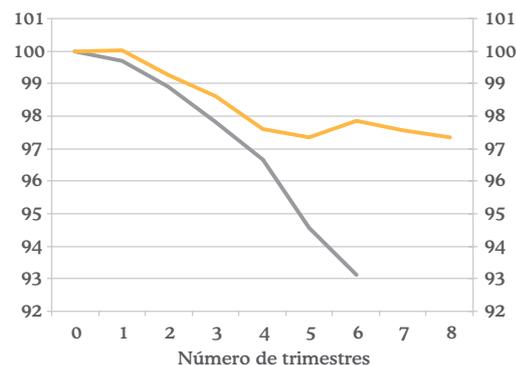
<sup>2</sup> Además de caracterizar las perspectivas diferenciales entre la economía española y la del resto de la UEM, estos factores también determinarán un proceso de ajuste heterogéneo entre comunidades autónomas, donde aquellas más expuestas por su nivel de endeudamiento, o por el peso del sector inmobiliario en sus economías, serán las que tardarán más en generar un proceso de recuperación sostenida (véase el recuadro 4 "La heterogeneidad regional ante la crisis económica").

<sup>3</sup> Para los detalles sobre nuestro diagnóstico y recomendaciones sobre el mercado laboral véase Situación España, marzo 2009. Sobre el proceso de ajuste del sector inmobiliario, véase los últimos números de Situación Inmobiliaria.

Gráfico 3.10.

### España: evolución del consumo

(Trimestre 0 = 100)



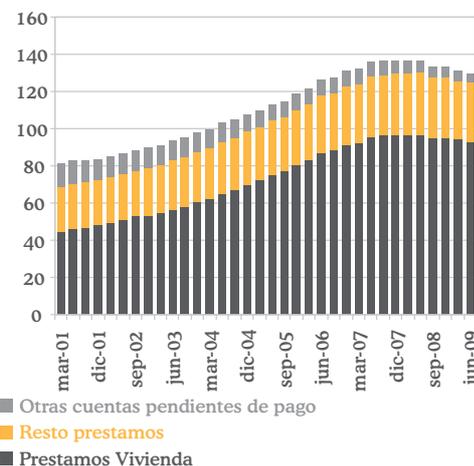
■ Recesión 2008 (0=dic-07)  
■ Recesión 1993 (0=mar-92)

Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Gráfico 3.11.

### España: pasivos financieros de las familias

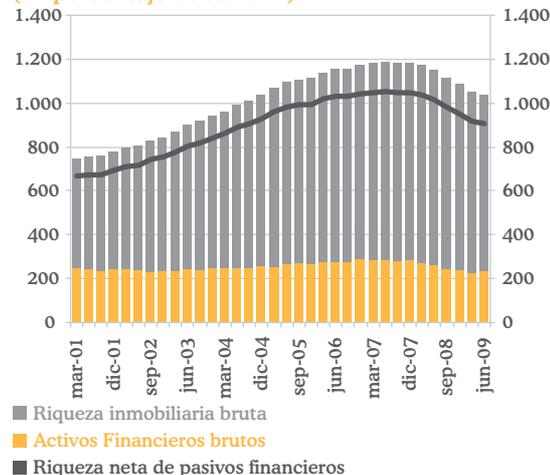
(Porcentaje de la RBD familiar, acumulado anual)



Fuente: SEE BBVA a partir de Banco de España e INE

Gráfico 3.12.

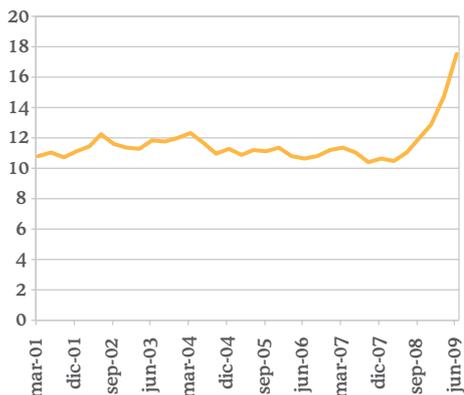
### España: riqueza de los hogares bruta y neta (en porcentaje de su RBD)



Fuente: SEE BBVA a partir de Banco de España e INE

Gráfico 3.13.

**España: tasa de ahorro de las familias**  
(% RBD hogares, acumulado anual)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

más que en 2004). Por tanto, su posición neta de balance en aquel momento era relativamente holgada, más aún si tenemos en cuenta que la renta de los hogares crecía por encima del 5% anual.

Sin embargo, y como se observa en los gráficos adjuntos, desde entonces los hogares han visto cómo se ha deteriorado significativamente esta posición. Por una parte, la desaceleración del crédito a familias ha sido moderada. En el 2T09 los pasivos financieros suponían todavía el 130,2% de la renta bruta disponible (RBD), apenas 7 puntos menos que a comienzos de 2008. Esto, junto con el endurecimiento de las condiciones financieras, provocó un mayor drenaje de renta por parte de los pagos por intereses, que de suponer menos del 2% de la RBD de los hogares en 2005, alcanzaron el 4% en 2008. Todavía con datos de 2T09 se mantiene en el 3,3% de la renta anual, pese a la intensa corrección de los tipos de interés de mercado del último año y medio. Pero, por otra parte, la caída de la riqueza ha sido mucho más intensa. La inmobiliaria, determinada por la caída de los precios de la vivienda, representa el 805% de la RBD, es decir, ha disminuido desde el inicio del proceso a comienzos de 2008 en importe de una anualidad completa de renta. La financiera, determinada entre otros factores por el adverso comportamiento de los mercados financieros, se ha reducido en otros 40 puntos de RBD hasta el 2T09, y ello pese al repunte de 5 puntos que se ha producido entre abril y junio derivado del mejor comportamiento que las bolsas tuvieron en ese trimestre. Por tanto, con datos al 2T09, todavía continúa debilitándose la posición de balance de los hogares, que desde el 1T08 ya se habría reducido en 1,3 veces la renta anual de los hogares.

Ante la intensidad del deterioro de su neto patrimonial, derivado de la suave moderación de los pasivos financieros y de la intensa caída de la riqueza financiera e inmobiliaria que, *ceteris paribus*, está provocada por la caída de los precios de la vivienda y de la bolsa, los hogares han tratado de frenar el deterioro de su balance mediante el aumento del ahorro y la reducción del consumo. De esta forma, y como se decía con anterioridad, han pasado en el mismo período de destinar al ahorro el 10,5% de su renta, a destinar el 17,5% (acumulado anual al 2T09). Aunque no es directo derivar cuánto del (menor) deterioro del neto patrimonial puede ser imputado a la mayor tasa de ahorro, sí que se puede señalar que en el mismo periodo los depósitos y el efectivo se han incrementado en 4 puntos de renta.

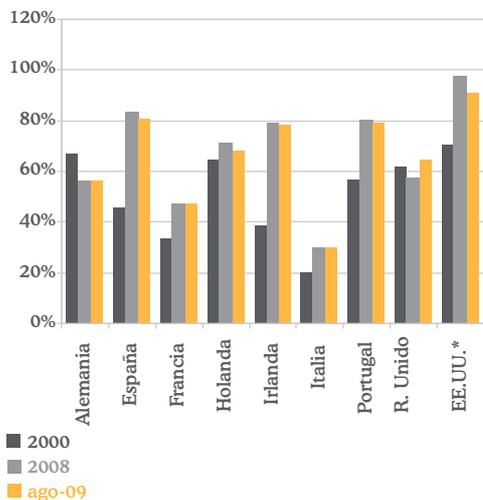
Junto al proceso de desapalancamiento, que condiciona el ahorro y el consumo como fenómeno de largo plazo o estructural, es necesario señalar que el ahorro puede haber estado también impulsado por un fenómeno más de corto plazo, como es el llamado ahorro precautorio. Efectivamente, la virulencia de la recesión, y en especial el impacto que la misma ha tenido en términos de empleo, puede haber provocado una sobre-reacción a la baja en el consumo ante un entorno económico mucho más incierto. Nuestras perspectivas para los próximos trimestres, en particular las del mercado laboral, tal y como se comenta posteriormente, no hacen prever que este factor pueda disminuir esencialmente y pueda contribuir a mejoras significativas en el consumo.

**... e impide la recuperación del consumo, que volverá a contraerse en 2010**

Toda vez que la tasa de ahorro previsiblemente cerrará 2009 rozando el 20%, podría parecer que parte de este proceso de recomposición habría sido alcanzado, y que hacia delante podría observarse una disminución de la tasa de ahorro que permitiría impulsar el consumo. Siendo esa una posibilidad plausible, no es el escenario más probable por distintos motivos. En primer lugar, el nivel de endeudamiento de los hogares como porcentaje del PIB todavía se sitúa cerca de 30 puntos por encima de la media de la zona euro. Esto no es sino el reflejo del

Gráfico 3.14.

**Crédito a familias sobre PIB**



Fuente: SEE BBVA  
\*Datos a junio-2009

alto nivel de crecimiento del crédito a familias en la fase expansiva, muy por encima del europeo. Además, la inflación negativa de 2009 y las bajas tasas previstas para 2010, como se señala posteriormente, exigen de un mayor ajuste nominal para el regreso a niveles de equilibrio real. En segundo lugar, la evolución del valor de los activos financieros está muy limitada por la previsible continuación de las caídas en los precios de la vivienda y por la incierta evolución de los mercados de renta variable, tras los importantes aumentos bursátiles de la primavera y el verano.

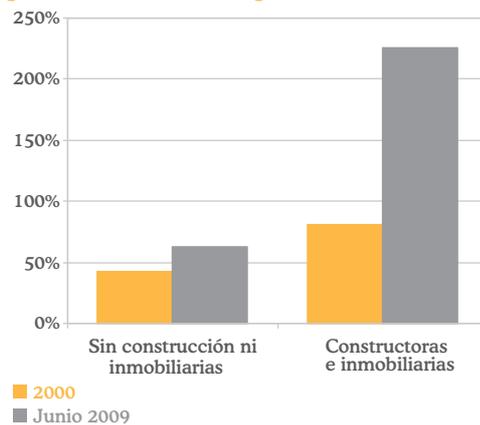
Pero es que, además, el consumo no se verá impulsado por el resto de sus factores fundamentales. Por una parte, las perspectivas de crecimiento de la renta de los hogares no son positivas. En 2010 la renta apenas crecerá un 0,5% nominal y su crecimiento real será cero, a diferencia de 2009, año en el que la renta real previsiblemente crecerá casi un 2%. Detrás del estancamiento de la renta de los hogares se encuentra, por una parte, el virtual estancamiento de las rentas salariales, derivado tanto de la caída del empleo (3,5%, como se señala a continuación) como de los menores crecimientos salariales previstos, ante la combinación de alta tasa de paro y baja inflación en el cierre de 2009. Por otra parte, el componente no salarial en 2010 ya no se verá impulsado adicionalmente por las medidas expansivas fiscales, como lo fue en 2009 la eliminación del Impuesto sobre el Patrimonio y la deducción de 400 euros en el IRPF, que introdujeron cerca de 7 mil millones de euros. Al contrario, los presupuestos del Estado contemplan la eliminación de esta última deducción y una subida del IVA (véase recuadro 2: Cambios en la fiscalidad e impacto sobre la economía española). En consecuencia, el componente no salarial crecerá por debajo del 1%, desde el 8% con el que cerrará 2009. Además, y como se señaló anteriormente, la riqueza tampoco impulsará significativamente al alza al consumo. Por último, las perspectivas sobre los tipos de interés tienen poco margen adicional de estímulo sobre el consumo, como se señaló en la sección primera. La carga financiera, que en 2009 permitió liberar renta por importe de algo más de 15 mil millones de euros, apenas disminuirá en 2010 en 1.100 millones.

En resumen, el proceso de desapalancamiento, la mayor incertidumbre en el mercado de trabajo, unas expectativas de menor crecimiento futuro de los ingresos (percepción de que el crecimiento potencial puede haber disminuido) y la expectativa de la consolidación fiscal que se inicia en 2010, y que deberá continuar en los años siguientes, son todos ellos factores que harán que la tasa de ahorro en 2010 se mantenga en niveles muy elevados. Por todo ello, preveemos un período largo de desapalancamiento hasta la vuelta a niveles más sostenibles de endeudamiento y al restablecimiento, al menos parcial, del balance de los hogares. Ello supondría que la tasa de ahorro en 2010 se situará en el entorno del 21% de la RBD de los hogares, y que el consumo real vuelva a contraerse, esta vez en un 1,7%, desde el -5,4% que preveemos para 2009.

El aumento de la capacidad de financiación de los hogares, irá unido al de las empresas, derivado de la caída de la inversión. Como se observa en el gráfico adjunto, la tasa de inversión paulatinamente retornará a los niveles previos a la fase expansiva, en el entorno del 21% del PIB. El aumento del ahorro privado permitirá compensar el aumento de las necesidades de financiación del sector público, con lo que para el conjunto de la economía la reducción de la necesidad de financiación continuará a buen ritmo, y en términos de déficit por cuenta corriente podría implicar que en apenas 2 años se habría reducido más de la mitad, llegando al 4% del PIB en 2010, y con perspectivas de que la reducción pueda continuar en los años siguientes.

Gráfico 3.15.

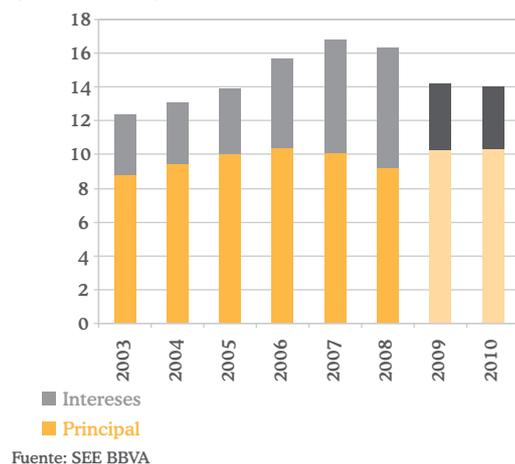
## España: crédito a empresas sobre PIB\*



\* Correspondiente al VAB del sector  
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.16.

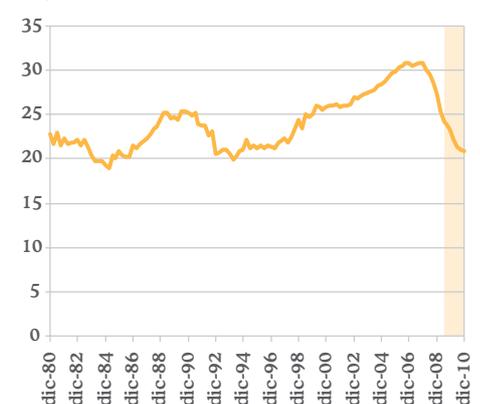
## España: carga financiera de las familias (en % del PIB)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.17.

## España: Tasa de inversión (% PIB)

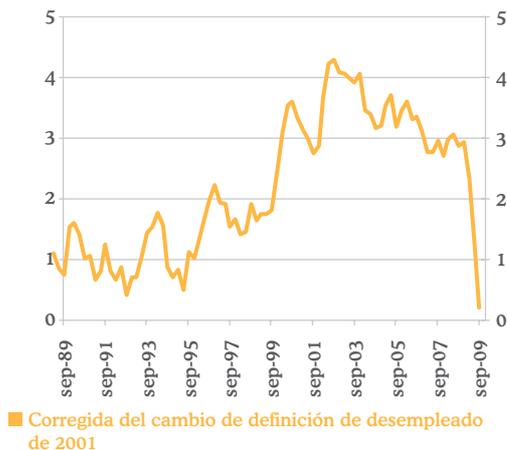


Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Gráfico 3.18.

**España: crecimiento de la población activa**

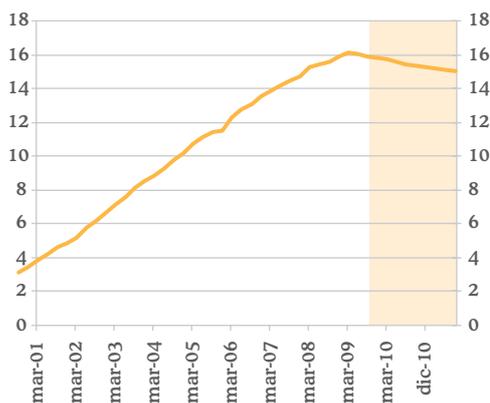
(Tasa de crecimiento interanual)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE y Banco de España

Gráfico 3.19.

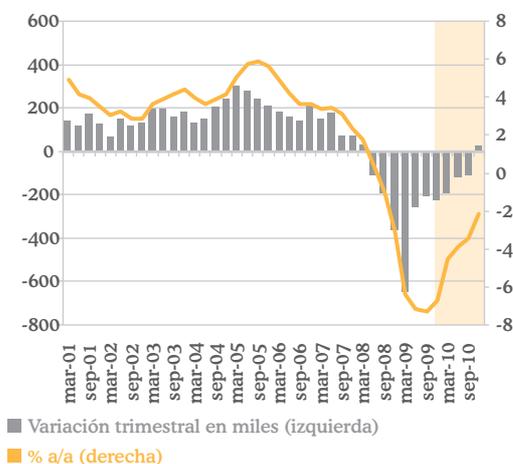
**España: participación de extranjeros en la población activa (%)**



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Gráfico 3.20.

**España: empleo EPA corregido de estacionalidad**



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

**En el mercado laboral, la caída de la población activa deja poco margen para repuntes intensos de la tasa de paro**

De forma consistente con la prevista caída del PIB, en 2010 el empleo medido en términos de la EPA podría caer en un 3,5%. Corregida de estacionalidad, la disminución del empleo irá reduciéndose paulatinamente a lo largo del año, y el empleo podría estar ya estancado a finales de 2010. A pesar de esta caída del empleo, el margen de repunte de la tasa de paro es moderado, ante el intenso decrecimiento de la población activa que prevemos. Efectivamente, la economía española afronta un aspecto novedoso en su mercado laboral, como es la caída de la población activa. Aunque continúa el debate empírico internacional, en general se asume que la población activa es (moderadamente) procíclica. Ello permite que en épocas recesivas el crecimiento de la tasa de paro sea más limitado, por la menor incorporación de trabajadores al mercado laboral. En la última década en España se han experimentado dos choques positivos sobre el mercado laboral, como han sido el fenómeno de la inmigración y la intensificación del proceso de incorporación de la mujer. Ambos hechos están detrás de que la población activa se haya mantenido con ritmos de crecimiento más propios de fase expansiva hasta comienzos de 2009 y, como consecuencia, del fuerte repunte de la tasa de paro producido hasta aquel momento. Sin embargo, y como se observa en el gráfico adjunto, desde entonces la población activa ha experimentado una abrupta moderación, hasta situarse en un crecimiento del 0,2% interanual en el 3T09, desde el 2,8% a/a de un año antes, acumulándose dos trimestres consecutivos de caídas trimestrales de la población activa.

En 2010 la dinámica de la población activa vendrá determinada por los flujos de salida del mercado laboral del colectivo de inmigrantes, toda vez que las oportunidades de empleo han disminuido notablemente en España. Un buen ejemplo de esto último lo constituye la tasa de paro entre inmigrantes que ha rondado el 28% en todo 2009, mientras que en la fase expansiva llegó a situarse por debajo del 11%. La población activa nativa disminuirá suavemente en 2010, mientras que la población extranjera lo hará más intensamente, de forma que a finales de 2010 la participación de este colectivo en el total volverá a los niveles de comienzos de 2008. La caída esperada para la población activa, algo más del 1%, permitirá que la tasa de paro apenas ronde el 20% en 2010. No obstante, es necesario señalar que aunque la disminución de los activos acota los repuntes en la tasa de paro que en el corto plazo puedan darse por caídas en el empleo, lo cierto es que el menor dinamismo de los activos afecta negativamente al crecimiento potencial de la economía (véase recuadro 3: El crecimiento potencial en España: efectos de la crisis).

**Las tasas negativas de inflación permiten recuperar parte de la competitividad precio perdida**

La inflación en España ha continuado mostrando un perfil, primero de desaceleración y luego de caídas moderadas. Aunque parte de la actual tasa negativa de inflación responde a un efecto base de los precios del petróleo, lo cierto es que la debilidad de la demanda ha propiciado un intenso proceso de caída de la inflación también en su componente subyacente. Así, la inflación general alcanzó su mínimo en el mes de julio (en el -1,4%) y comenzó desde entonces una suave tendencia de repunte, mientras que la inflación subyacente continuó su proceso de caída, situándose en el último dato conocido en el 0,1% interanual. Las previsiones apuntan a que la inflación total en el mes de diciembre ya mostrará cifras positivas de crecimiento, apoyada en la reversión del efecto base de la energía, mientras que el promedio de

2009 será de -0,4%. La inflación subyacente se mantendrá estable en los niveles actuales.

El escenario es especialmente favorable para que en 2010 continúen las presiones a la baja sobre los precios. Así, la prolongación de la debilidad de la demanda a 2010 llevará a niveles muy negativos de *output gap*. Los niveles históricamente bajos de utilización de la capacidad productiva que ya se observan y las elevadas tasas de paro, que junto al bajo nivel de cierre de la inflación de 2009 acotarán los crecimientos salariales, son factores que permiten prever bajas tasas de inflación en todo el horizonte de predicción. A ello habría que añadir la presión que pudiera ejercer el mantenimiento durante 2010 de la reciente apreciación del euro. Estos elementos sólo serán contrarrestados, en parte, por la subida del IVA recogida en los presupuestos del Estado para 2010, y de aplicación a partir de julio. Con todo, nuestra previsión promedio para 2010 es una tasa del 0,9% para la inflación general, e incluso unas décimas por debajo para la subyacente.

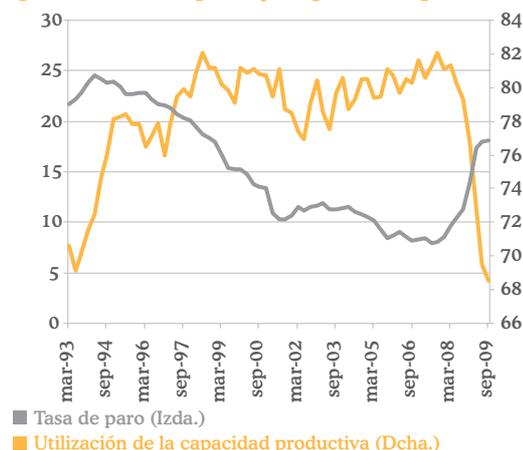
Por tanto, una deflación persistente se mantiene fuera de los escenarios más probables y continúan sin detectarse en la economía señales de interacción entre expectativas de caídas en los precios y retrasos en las decisiones de gasto propias de los episodios de deflación. Por el contrario, la existencia de tasas negativas de inflación está contribuyendo a compensar parte de la pérdida de competitividad-precio acumulada en la fase expansiva previa a la crisis económica. Durante todo 2009 el diferencial de inflación general ha sido favorable a España en 0,6 puntos porcentuales de media (el diferencial promedio histórico es desfavorable a España en casi un punto) y, lo que es aún más importante a efectos de recuperación de competitividad precio, el diferencial de inflación subyacente ha ido ampliándose a lo largo de 2009 a favor de la economía española, y con el último dato conocido se sitúa en los -0,9 puntos porcentuales (el promedio histórico es +0,9 pp). Aunque tasas negativas de inflación conllevan también aspectos perjudiciales (por ejemplo, al aumentar el nivel real de deuda), lo cierto es que puede contribuir a mejoras en las cifras de exportaciones por la vía de la caída en el tipo de cambio efectivo real. El mantenimiento de bajas tasas de inflación en el componente subyacente y de un diferencial negativo de precios en el medio plazo sería un factor esencial para que la economía española pudiera aprovechar la recuperación de la economía mundial, y en particular de la europea, y encontrar en el sector exterior un nuevo motor de crecimiento.

## De las políticas de corto a las de largo plazo: la necesidad de acelerar la adopción de reformas que impulsen el crecimiento

La fase más crítica de la recesión parece superada. Aunque continúan existiendo riesgos, puede decirse que las políticas económicas de estabilización han resultado relativamente exitosas en su objetivo de suavizar el ciclo y disminuir el grado de contracción de la economía. Sin embargo, la situación actual y las perspectivas más inmediatas distan de ser satisfactorias y es necesario pasar a políticas estructurales. Hasta el momento, la agenda con las medidas adecuadas que permitirían recuperar una senda de crecimiento sostenido y generadora de empleo avanza con más lentitud de la deseada. El riesgo más importante, por tanto, está en que una vez superada la recesión (en algún momento de 2010) se entre en un periodo caracterizado por una reducida tasa de crecimiento y una lenta disminución del desempleo. Según nuestras estimaciones, en ausencia de reformas estructurales clave sobre los mercados de factores, bienes y servicios se producirá una significativa caída del crecimiento potencial de la economía española, que limitaría la fortaleza de la recuperación posterior, si bien todavía se situará

Gráfico 3.21.

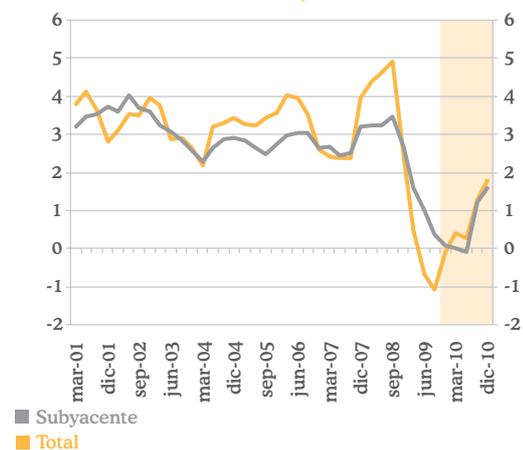
### España: tasa de paro y capacidad productiva



Fuente: INE y Ministerio de Industria

Gráfico 3.22.

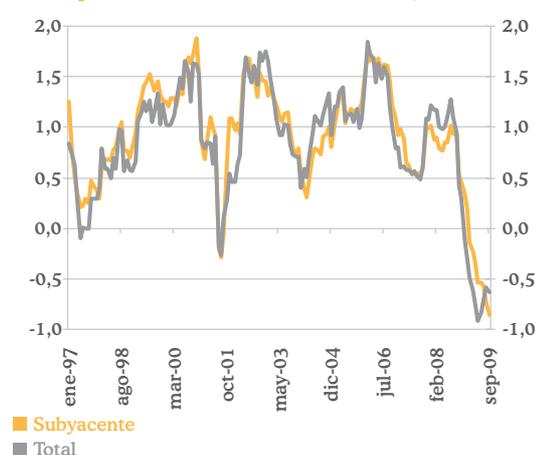
### España: perfil trimestral de inflación (Tasa de variación interanual)



Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 3.23.

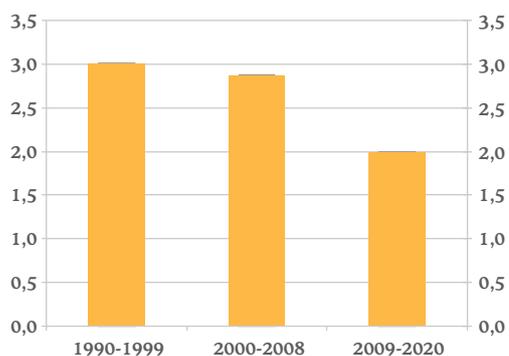
### Diferencial de inflación España-UEM (Puntos porcentuales de tasa interanual)



Fuente: Eurostat

Gráfico 3.26.

### España: Crecimiento del PIB potencial



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

por encima del estimado para la zona euro (ver al respecto el recuadro adjunto: El crecimiento potencial en España: efectos de la crisis).

Hasta el momento se han dado las bases para abordar el proceso de reestructuración del sistema financiero y se han adelantado los objetivos de la consolidación fiscal de los próximos años. Sin embargo, la crisis actual plantea con urgencia la puesta en práctica de medidas enfocadas a abordar los dos grandes retos de la economía española: disminuir sus necesidades de financiación exterior mediante el aumento de su competitividad y la reducción de una elevada tasa de desempleo, mediante reformas en el mercado laboral que mejoren su deficiente funcionamiento. Hasta el momento la actuación pública ha servido para evitar en el corto plazo un daño dramático a la economía. Sin embargo, es necesario abordar reformas que adelantarían la recuperación, reducirían la tasa de desempleo, aumentarían el crecimiento a largo plazo y, probablemente, contribuirían a evitar la vuelta a situaciones recesivas tan intensas como la actual, mediante la reducción de las vulnerabilidades estructurales de la economía española.

## Recuadro 1: Un Modelo de Indicadores Contemporáneos de Actividad: MICA-BBVA<sup>1</sup>.

La mayoría de las economías industrializadas, y entre ellas España, se han enfrentado en el último año a un rápido y abrupto deterioro de la actividad. Como consecuencia de ello, el análisis de la situación coyuntural de la economía se hace todavía más necesario. Sin embargo, esta labor se dificulta por el retraso con el que se dispone de los datos macroeconómicos. Por ejemplo, en la fecha de cierre de este informe (cuando la economía ya se encuentra en el cuarto trimestre de 2009), sólo se conocen los datos de crecimiento del PIB del segundo trimestre, mientras que la estimación avance del tercero sólo se conocerá el día 12 de noviembre y los datos completos no serán públicos hasta el día 18. En momentos como los actuales de alta incertidumbre, y en los que pueden ser precisas respuestas adecuadas y contundentes de política económica, la indisponibilidad de información más actual implica un alto coste en términos de análisis.

Para cubrir este déficit, y siguiendo la metodología que describen Camacho y Pérez Quirós (2009a), el Servicio de Estudios de BBVA ha elaborado un nuevo modelo que permite estimar un indicador de situación de la actividad económica española.<sup>2</sup> El modelo utiliza la información mensual conocida de ciertos indicadores parciales de coyuntura para realizar predicciones a corto plazo de las tasas de crecimiento del PIB. En particular, las previsiones se refieren al trimestre en curso (nowcast), al próximo trimestre (forecast) y al trimestre anterior (backcast), cuando aún no se conoce la estimación oficial del mismo.

Este modelo presenta una ventaja frente a otros utilizados tradicionalmente como el propuesto por Stock y Watson (1991), ya que permite combinar información de indicadores que presentan distinta frecuencia y que se publican con diferentes retrasos respecto al período al que hacen referencia. Adicionalmente, este modelo presenta, entre otras, dos características diferenciales respecto al propuesto por Camacho y Pérez Quirós (2009b). La primera consiste en utilizar en la estimación del PIB, junto con indicadores de actividad real y de confianza, indicadores financieros que adelantan el ciclo económico. Esto supone una contribución notable, toda vez que no son muchas las aplicaciones con datos españoles que integran ambas dimensiones. La segunda es que en este trabajo se utilizan datos de PIB desde 1980, lo cual permite que la muestra incluya varios periodos propiamente recesivos.

### Descripción metodológica

El modelo factorial dinámico aplicado está basado en la idea de que los indicadores económicos están fuertemente correlacionados entre sí y con el PIB. Por tanto, la evolución de cada uno de los indicadores  $i$  en el período  $t$ ,  $z_t^i$ , se puede descomponer en la suma de dos componentes. El primer componente,  $x_t$ , habitualmente denominado “factor común”, recoge la dinámica conjunta de todos los indicadores y se puede identificar con el ciclo económico español. El segun-

do componente,  $u_t^i$ , conocido como componente idiosincrático, recoge la dinámica particular del indicador  $i$  en el período  $t$ .

$$z_t^i = \beta_i x_t + u_t^i.$$

La dinámica de los componentes común e idiosincrático se establece mediante modelos autorregresivos de órdenes  $p$  y  $q$ .

$$x_t = \rho_1 x_{t-1} + \dots + \rho_p x_{t-p} + e_t,$$

$$u_t^i = d_1^i u_{t-1}^i + \dots + d_q^i u_{t-q}^i + \varepsilon_t^i.$$

En este caso,  $e_t$  y  $\varepsilon_t^i$  son ruidos no observables que se suponen independientes y no correlacionados serialmente.

Como proponen Mariano y Murasawa (2003), si consideramos a las series trimestrales como la suma ponderada de sus expresiones mensuales, el modelo anterior se puede escribir en forma de espacio/estado y se puede estimar por máxima verosimilitud usando el filtro de Kalman. Estos filtros son ideales para tratar el problema de falta de datos: cuando en un mes determinado no se dispone de un indicador, bien porque se publique cada tres meses o bien porque se publique con retraso, se realiza la inferencia del mismo con el filtro de Kalman.

### Resultados

Los indicadores utilizados incluyen variables de consumo, de mercado laboral, confianzas e indicadores financieros, y son descritos en el Cuadro 1 de la página siguiente. Si aplicamos el modelo descrito a los datos de la economía española conocidos al día 15 de octubre de 2009, podemos observar en el Gráfico 1 que la estimación del factor común está en concordancia con los ciclos económicos establecidos para la economía española.

De esta manera, durante el primer periodo de estimación y hasta 1985 el indicador presenta valores negativos, coincidiendo con un período en el que la economía española se caracterizó por el reducido crecimiento del PIB y por una considerable pérdida de empleo. Por otro lado, en 1986 y coincidiendo con la entrada en la Unión Europea, la economía española vivió una expansión, que el indicador recoge con valores positivos. Asimismo, en 1990 se inicia una desaceleración y pérdida de empleo que se convirtió en una severa recesión en 1993 y en un bajo crecimiento hasta 1995, bien ilustrado por las caídas de valor del indicador. A partir de dicho año el indicador toma valores positivos coincidiendo con la larga expansión que caracterizó a la economía española hasta 2007. Finalmente, coincidiendo con la recesión internacional que se inicia en 2008, el indicador presenta los valores más bajos de la muestra, aunque parece que desde el segundo trimestre de 2009 ha comenzado una progresiva recuperación que, sin embargo, mantiene al indicador en niveles relativamente reducidos.

<sup>1</sup> Este recuadro resume las principales conclusiones del Documento de Trabajo 0914 del Servicio de Estudios de BBVA: Camacho *et al.* (2009), próximamente disponible en <http://serviciodeestudios.bbva.com/>.

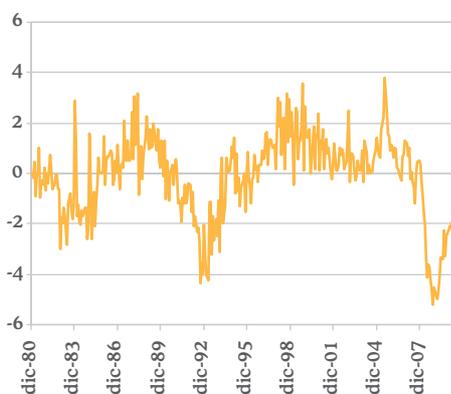
<sup>2</sup> El modelo MICA-BBVA es complementario de otras aproximaciones ya utilizadas con anterioridad en el Servicio de Estudios de BBVA, como el Indicador Sintético de Actividad-BBVA, descrito en Situación España, Julio 2006.

**Cuadro 1**  
**Indicadores usados en el modelo**

	Indicadores	Muestra	Fuente	Transformación
1	PIB real (Corregido de estacionalidad)	2T80-2T09	INE	TCA
2	Gasto en tarjetas de crédito (Deflactado y corregido de estacionalidad)	Feb01-Oct09	SEE BBVA a partir de Servired e INE	TCA
3	Confianza del consumidor (Corregida de estacionalidad)	Jun86-Sep09	Comisión Europea	N
4	Renta salarial real (Corregida de estacionalidad)	Ene81-Ago09	SEE BBVA a partir de Ministerio Economía	TCA
5	Consumo de electricidad (Corregida de temperatura y de estacionalidad)	Ene81-Sep09	SEE BBVA a partir de Ministerio Economía	TCA
6	Confianza industrial (Corregida de estacionalidad)	Ene87-Sep09	Comisión Europea	N
7	Desempleo registrado (Corregido de estacionalidad)	Ene81-Sep09	SEE BBVA a partir de INEM	TCA
8	Afiliados a la Seguridad Social (Corregido de estacionalidad)	Ene83-Sep09	SEE BBVA a partir de Ministerio de Trabajo	TCA
9	Crédito al sector privado (Deflactado y corregido de estacionalidad)	Ene81-Ago09	SEE BBVA a partir de Banco de España e INE	TCA
10	Tipo diferencial de financiación (Tipo de los préstamos hipotecarios menos euribor 12M)	Ene89-Ago09	SEE BBVA a partir de Banco de España y Thomson Financial	N
11	Pendiente de la curva (Tipo del bono español a 10 años menos Euribor 3M)	Nov87-Sep09	Thomson Financial	N
12	Tensión mercado financiero (Tipo de los préstamos hipotecarios menos Letra del Tesoro 12M)	Ene81-Ago09	SEE BBVA a partir de Banco de España y Thomson Financial	N

Transformación: N, niveles; TCA, tasa de crecimiento anual

**Gráfico 1**  
**Indicador del modelo MICA dic. 1980 - mar. 2010**

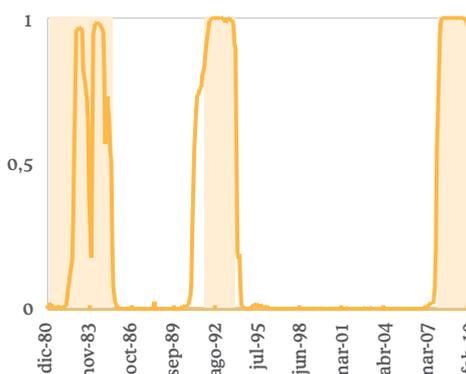


Fuente: SEE BBVA a partir de las fuentes citadas en el cuadro 1

Una aplicación interesante para analizar la evolución del ciclo económico, consiste en traducir los valores del indicador en probabilidades de que la economía se encuentre en recesión en un trimestre determinado. Para ello pueden utilizarse los llamados modelos de cadenas de Markov. El Gráfico 2 ilustra cómo las probabilidades de recesión extraídas a partir del indicador presentan una alta correlación con las recesiones fechadas para la economía española por el Economic Cycle Research Institute (ECRI), que aparecen como áreas sombreadas. Como podemos observar, la última recesión queda bien identificada por el modelo y aunque el indicador presenta una mínima recuperación al final de la muestra, las probabilidades de recesión indican que aún es pronto para

pensar que la economía española vaya a salir de la recesión de forma inminente.

**Gráfico 2**  
**Probabilidades de recesión y recesiones (áreas sombreadas) del ECRI**



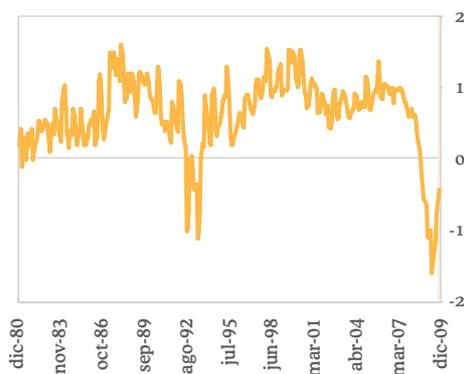
Fuente: SEE BBVA a partir de las fuentes citadas en el cuadro 1

Toda vez que el indicador mensual replica razonablemente bien el estado cíclico de la economía española, el modelo puede ser utilizado para inferir tasas de crecimiento trimestrales del PIB, pero con periodicidad mensual. Lógicamente, también permite realizar estimaciones del crecimiento del PIB en un trimestre, que por construcción serían las previsiones del PIB en el tercer mes del mismo.

Así, en el gráfico 3 aparecen para cada trimestre los datos oficiales de las tasas de crecimiento en el último mes y las

tasas interpoladas por el modelo para los dos primeros meses. El modelo estima una caída del PIB para el tercer trimestre cercana al medio punto, y para el cuarto trimestre una tasa intertrimestral algo por debajo de cero. De esta forma, la economía española parece haber tocado fondo en el verano de 2009. Sin embargo, a falta de que aparezcan nuevos datos de coyuntura, el modelo estaría recogiendo una corrección lenta en el ritmo de deterioro para el cuarto trimestre, sin que pueda preverse tasas de crecimiento positivas en el futuro inmediato.

**Gráfico 3**  
Crecimiento del PIB y previsiones (tasa trimestral)



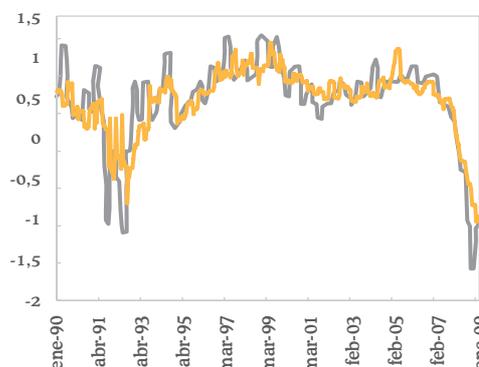
Fuente: SEE BBVA a partir de las fuentes citadas en el cuadro 1

## Capacidad de predicción

Aunque los resultados obtenidos de la estimación para el primer y segundo trimestre de 2009 son suficientemente satisfactorios, para examinar la capacidad predictiva del modelo se ha realizado un ejercicio de predicción intramuestral. El primer paso consiste en usar la última base de datos para crear bases de datos artificiales para los días uno y quince de cada mes desde el año 1990. Para ello, se van eliminando progresivamente los datos no disponibles cada día en que se hubiesen realizado las predicciones. Este proceso da lugar a 478 bases de datos distintas. El segundo paso consiste en volver a estimar el modelo y realizar predicciones para cada una de esas bases de datos, comparando la previsión del PIB con el valor que finalmente fue publicado por el INE.

El Gráfico 4 muestra las previsiones del primer dato no disponible del PIB para cada base de datos (línea naranja) y el dato posteriormente publicado (línea gris). Como se observa en el gráfico, las previsiones del PIB que habría realizado el modelo en los últimos 20 años se habrían ajustado muy bien a los datos posteriormente publicados por el INE. Lógicamente, las predicciones realizadas en cada trimestre se van ajustando cada vez mejor conforme llega el día de la publicación del dato del PIB ya que se realizan con conjuntos de información cada vez más amplios.

**Gráfico 4**  
Previsiones y datos del PIB ene. 1990-mar. 2009



Fuente: SEE BBVA a partir de las fuentes citadas en el cuadro 1

Finalmente, se han comparado estas predicciones con las de dos modelos típicos de predicción de las tasas de crecimiento del PIB, usando las bases de datos generadas. El primero es un paseo aleatorio y el segundo es un modelo autorregresivo de orden dos. Los errores cuadráticos medios relativos de las previsiones del modelo frente a estas alternativas son inferiores al 60% en ambos casos lo que indica que MICA-BBVA predice mucho mejor.

## Referencias

- Camacho, M., y R., Doménech (2009) "MICA-BBVA: a factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting", BBVA Economic Research Working papers, 0914.
- Camacho, M., y Pérez Quirós, G. (2009a) "Introducing the Euro-STING: Short Term INDicator of euro area Growth", *Journal of Applied Econometrics*, en prensa.
- Camacho, M., y Pérez Quirós, G. (2009b) "Ñ-STING: España Short term indicator of growth", *The Manchester School*, en prensa.
- Mariano, R., y Murasawa, Y. (2003) "A new coincident index of business cycles based on monthly and quarterly series", *Journal of Applied Econometrics* 18: 427-443.
- Stock, J., y Watson, M. (1991) "A probability model of the coincident economic indicators", en Kajal Lahiri y Geoffrey Moore editors, *Leading economic indicators, new approaches and forecasting records*. Cambridge University Press, Cambridge.

## Recuadro 2: Cambios en la fiscalidad e impacto sobre la economía española

El ambicioso ejercicio de consolidación fiscal que pretende llevar a cabo el Gobierno en 2010 tendrá impactos diferenciados en el corto y en el largo plazo. En este recuadro se resumen algunos de los efectos que pudieran tener los aumentos propuestos en el Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA) y sobre las rentas del capital. Para ello se utiliza el modelo dinámico de equilibrio general de Boscá *et al.* (2007). Los resultados apuntan a que el impacto sobre la actividad del incremento en la carga impositiva será relativamente importante. No obstante, el ejercicio aquí propuesto no toma en cuenta algunos de los potenciales beneficios a medio y largo plazo que va a tener el proceso de consolidación fiscal. En particular, factores como una menor prima de riesgo, podrían contrarrestar parcialmente los efectos negativos que se esperan en el gasto privado como consecuencia del aumento en la carga impositiva. Más aún, dado que el proceso de consolidación fiscal es inevitable, aumentos de otro tipo de impuestos habrían tenido un impacto negativo mayor sobre la economía.

### El modelo REMS

El modelo REMS (*Rational Expectations Model for the Spanish Economy*) se describe con detalle en Boscá *et al.* (2007). Basta decir aquí que el modelo incluye una serie de supuestos que lo hacen especialmente útil para el estudio de la economía española. En particular, REMS se encuentra dentro de la tradición de modelos de equilibrio general dinámicos diseñados para economías pequeñas y abiertas que incluyen rigideces nominales y reales en el espíritu de Erceg *et al.* (2005) y que, por lo tanto, permiten el estudio de cambios en políticas públicas con efectos superiores a los encontrados en la literatura de los modelos llamados de Ciclos Reales de Negocios. Por ejemplo, uno de los supuestos clave es la presencia de consumidores sin acceso a los mercados de capital, o consumidores no ricardianos. Asimismo, REMS incluye un sector público que gasta en consumo, inversión y transferencias para los hogares dependientes en el ciclo económico, pero que sigue una regla de sostenibilidad de deuda que le impide comprometerse a trayectorias explosivas de aumento en el apalancamiento público.

REMS se diferencia de la literatura previa en incluir dos características inherentes a la economía española: en primer lugar, presenta una economía dentro de una unión monetaria. En segundo lugar, la caracterización del mercado laboral es mucho más rica que en modelos relacionados, distinguiendo entre los márgenes intensivos y extensivos en el trabajo.

Finalmente, los parámetros del modelo han sido estimados o calibrados utilizando relaciones de largo plazo válidas para la economía española.

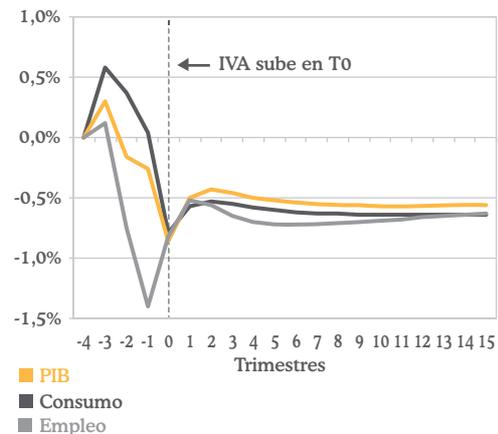
### Un aumento en el IVA en el modelo REMS

A continuación, se presentan los resultados de incrementar en dos puntos el Impuesto sobre el Valor Añadido. A la fecha de cierre de esta publicación, esta era la propuesta que

el Gobierno remitió al Congreso en los Presupuestos Generales del Estado para 2010. Una de las ventajas del supuesto de racionalidad de los agentes en el modelo, es que permite observar su comportamiento anticipando la subida en los impuestos desde el momento en el que se hace oficial el anuncio. En este caso, y consistente con los hechos hasta la fecha, el ejercicio prevé la subida de impuestos dentro de tres trimestres. Los resultados se presentan en el gráfico 1.

Gráfico 1

España: respuesta a un aumento de dos pp en el IVA (desviación porcentual de la tendencia)



Fuente: SEE BBVA

En primer lugar, se observa que el aumento en la carga impositiva tiene efectos transitorios y permanentes sobre la actividad. Así, el gasto privado de las familias en bienes de consumo se incrementa en los primeros trimestres, anticipando el alza en precios que se dará a raíz del aumento en el impuesto. Hay que decir aquí que este impacto positivo sobre el gasto de las familias se encuentra limitado por la presencia de hogares con restricciones de liquidez, que son incapaces de tomar ventaja del cambio intertemporal en los precios. Una vez que se produce este aumento de la fiscalidad, las familias responden con una reducción significativamente mayor al aumento previo, llevando finalmente al PIB a un nivel un 0,5% por debajo de la senda que se observaría en ausencia de esta medida. Esta caída permanente en el producto es el resultado del efecto distorsionador de los impuestos sobre las decisiones de consumo que ahora sí, abarca a todos los hogares: al incrementar el coste del consumo, los rendimientos del trabajo disminuyen por lo que las familias prefieren obtener más ocio. Esta caída en la oferta de trabajo está detrás de la reducción en el producto. Más aún, el modelo asume que, como consecuencia de la regla fiscal implícita en el modelo (sostenibilidad de deuda), se mantiene el nivel de deuda dentro de una trayectoria estable.

### Un aumento en el impuesto a las rentas del capital

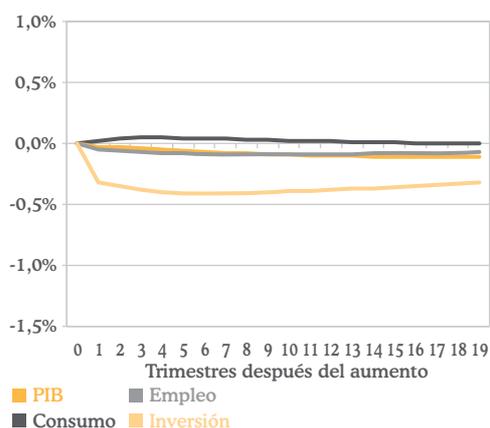
Consistente con el ejercicio realizado anteriormente, a continuación se presenta la simulación en el modelo de incre-

mentar el impuesto a las rentas del capital del 18 al 19% para los primeros 6.000 euros de renta, y al 21% para el resto.

Gráfico 2

### España: respuesta a cambios propuestos en el impuesto de capital

(desviación porcentual de la tendencia)



Fuente: SEE BBVA

En primer lugar, se observa que los efectos de esta política, aunque también negativos, son significativamente menores que los observados en el caso del aumento en el IVA, lo que resulta lógico teniendo en cuenta que la capacidad recaudatoria de esta medida es también muy inferior a la subida del IVA en dos puntos. El mecanismo de transmisión del impuesto sobre el gasto se inicia con un desincentivo al ahorro que lleva hacia una caída en la inversión. Al ser España una economía pequeña y abierta, los rendimientos del ahorro en el exterior resultarán más atractivos.

### Entonces, ¿por qué ahora?

En ambos casos descritos el impacto del aumento de impuestos sobre la economía es negativo a corto plazo. Sin embargo, como se describe en esta revista, el proceso de consolidación fiscal parece impostergable para la economía española, sobre todo ante la pérdida permanente de algunos de sus ingresos y la necesidad del Gobierno de continuar financiando algunas partidas del gasto.

A pesar de su complejidad el modelo aquí utilizado no incluye algunos de los factores que justifican de manera más contundente el proceso de consolidación fiscal adoptado. En primer lugar porque no se incluyen los efectos que dicha consolidación tiene en la credibilidad de las cuentas públicas y, por lo tanto, en las primas de riesgo que pagarán los agentes ligados a la economía española. En segundo lugar, porque si se postergara esta consolidación y se decidiera al mismo tiempo mantener los niveles de gasto actuales, el incremento en la deuda hasta que se diera el proceso de aumento en los impuestos llevaría a una mayor carga impositiva en el futuro. En tercer lugar, porque una vez que

se ha decidido realizar una parte de la consolidación fiscal a través de un aumento de impuestos, quizá el análisis relevante no sea respecto a un escenario en el que no se aumenta la carga impositiva, sino respecto a los instrumentos de política alternativos que pudieran ser utilizados para obtener la estabilización de la deuda. En este sentido, la utilización del IVA como principal fuente generadora de ingresos es preferible respecto a alternativas que podrían tener un efecto negativo superior en la economía (por ejemplo, un aumento del impuesto sobre las rentas del trabajo).

Otro factor relacionado tiene que ver con la necesidad de mantener cierta flexibilidad y holgura en la deuda pública para poder volver a absorber choques similares a los observados actualmente de ser necesario. Más aún, es un hecho que algunas obligaciones relacionadas con el envejecimiento de la población representarán un reto importante para la economía española en el medio plazo. Afrontar estos retos, con niveles de deuda manejables, permitirá mayor flexibilidad para las políticas públicas y los acuerdos sociales.

Finalmente, el gasto público ha contribuido decididamente a compensar la caída en el gasto privado durante los últimos meses. Sin embargo, no hay que olvidar que buena parte del ajuste observado en la economía española se debe a la corrección de excesos, que tarde o temprano tienen que ser absorbidos. La pérdida en productividad y crecimiento por la lentitud en la reasignación de recursos hacia sectores más competitivos puede ser una consecuencia no deseada del mantenimiento de ayudas por parte del sector público. De ahí también la importancia de una pronta estabilización fiscal.

### Referencias

- J.E. Boscá, A. Díaz, R. Doménech, J. Ferri, E. Pérez y L. Puch, 2007. "A Rational Expectations Model for Simulation and Policy Evaluation of the Spanish Economy," Working Papers 0706, International Economics Institute, University of Valencia.
- Christopher J. Erceg, Luca Guerrieri, Christopher Gust, 2005. "SIGMA: A New Open Economy Model for Policy Analysis," International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking, vol. 2(1), March.

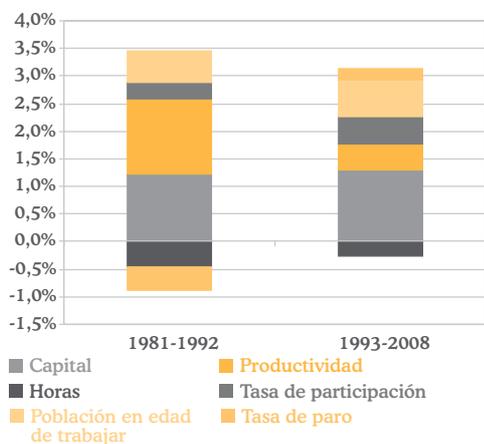
## Recuadro 3: El crecimiento potencial en España: efectos de la crisis

El objetivo de este recuadro es el de estimar algunos de los efectos que sobre el crecimiento potencial de la economía española han tenido los ajustes observados durante el último año. La principal conclusión a este respecto, es que al igual que en la mayor parte de las economías desarrolladas, la capacidad de producción de la economía española se ha reducido y que, de no continuar con reformas estructurales de calado, es posible que cuando se comience a crecer nuevamente, se haga a un ritmo inferior al observado durante los años anteriores a la crisis. En cualquier caso, el crecimiento potencial convergerá al 2%, por encima del que previsiblemente se observará en el resto de la UEM.

### Las principales fuentes del crecimiento en España

Existen varios estudios que han documentado las fuentes históricas del crecimiento en España, por lo que aquí sólo se muestran algunos resultados como punto de referencia para evaluar las posibles perspectivas de dichas variables.<sup>1</sup> En particular, es sabido que la economía española durante los últimos años se ha apoyado en la acumulación de capital y trabajo como principal soporte para sostener su crecimiento (ver gráfico 1).

**Gráfico 1**  
**España: contribución al crecimiento potencial**  
(Var. % a/a)



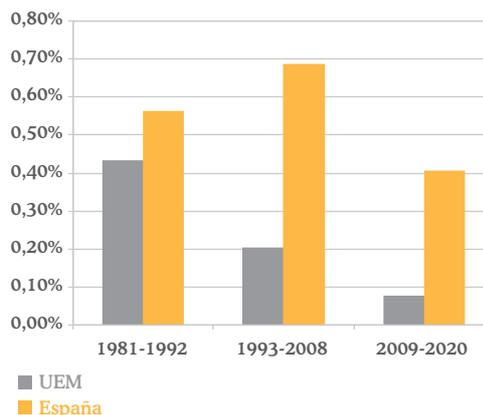
Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Sin embargo, los recientes acontecimientos externos e internos están teniendo un impacto negativo en las perspectivas sobre la inversión y la creación de empleo, por lo que se hace necesaria una revisión de los principales supuestos de trabajo hacia delante tomando en cuenta dichos eventos. Por ejemplo, de acuerdo al gráfico 1, durante el pasado reciente, los factores ligados a la demografía y al mercado de trabajo contribuyeron con más de un tercio del total del crecimiento de tendencia de la economía. En particular, tanto el aumento en la población en edad de trabajar como el incremento en la tasa de participación supusieron ganancias importantes para la economía española aumentando significativamente la oferta de

trabajo. Por lo tanto, mirando hacia delante, es de suma importancia saber si las condiciones que permitieron dichos aumentos se mantendrán. Para realizar este análisis, basta con mirar las previsiones que realiza el Instituto Nacional de Estadística (INE), sobre variables demográficas. En su escenario central, el INE prevé una disminución importante en el crecimiento de la población en edad de trabajar, que aunque se espera que continúe aumentando, lo hará a tasas sensiblemente por debajo de las que presentó a inicios de esta década. La razón fundamental tiene que ver con el descenso esperado en los flujos migratorios. En la medida en que los ajustes en ciertos sectores de la economía española se mantengan, va a ser difícil que estos vuelvan a actuar como foco de atracción para la población extranjera. Más aún, uno de los factores de mayor sorpresa durante esta crisis ha sido la fortaleza relativa que han mostrado muchos de los países de origen de buena parte de la población inmigrante en España. En la medida en que persista un diferencial de crecimiento favorable para estos países, los incentivos para una inmigración flexible y con rápida adaptación a la economía española se reducirán.

De esta manera, y tomando un escenario similar al central del INE, se puede asumir que la contribución de la población en edad de trabajar al crecimiento de la economía se reducirá considerablemente durante los próximos años (de 7 a 4 décimas). De todas maneras, cabe resaltar que, como se muestra en el gráfico 2, la inercia demográfica es tal, que dicha contribución continuará siendo un factor positivo respecto al resto de la UEM.

**Gráfico 2**  
**España vs. UEM: población en edad de trabajar**  
(Contribución al crecimiento del PIB)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

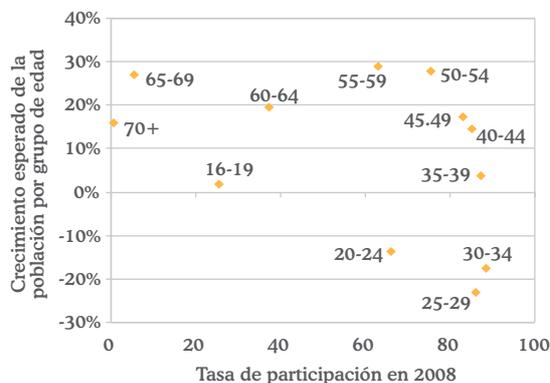
Relacionado con el punto anterior, es también probable que durante los próximos años se observe una disminución en el incremento de la tasa de participación en la economía española. Por ejemplo, tomando el escenario demográfico que proporciona el INE, se puede observar que las perspectivas de crecimiento para algunos segmentos de la población con altas tasas de participación son negativas. Como se puede observar en el gráfico 3, el INE espera que la población entre 16 y 35

<sup>1</sup> Por ejemplo, véase nuestra publicación, Situación España, Noviembre 2008.

años se reduzca considerablemente. Más aún, también se prevé que segmentos con tasas de participación relativamente bajas aumenten significativamente.

Gráfico 3

### Tasa de participación y crecimiento esperado de la población (2008-2018)

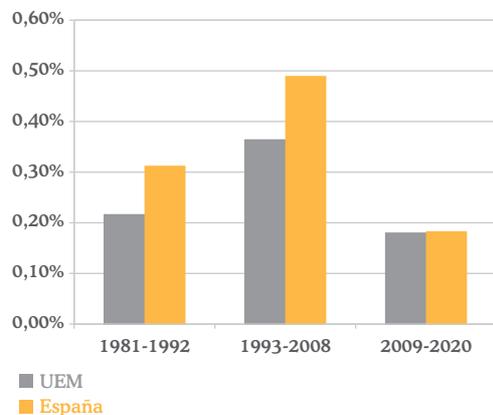


Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Obviamente, el análisis que se desprende del gráfico 3 es estático, y no toma en cuenta cambios generacionales que harán que las tasas de participación no se mantengan en los niveles actuales para cada uno de los segmentos de la población española. Sin embargo, tomando como punto de partida este escenario, manteniendo las tasas de participación actuales y calculando su desarrollo en base a las previsiones demográficas del INE, la contribución de la tasa de participación al crecimiento se reduciría significativamente respecto al pasado reciente (ver gráfico 4). Por lo tanto, en escenarios plausibles, se esperan alrededor de 6 décimas menos de crecimiento sólo como consecuencia de la desaceleración en estos dos factores (población en edad de trabajar y tasa de participación).

Gráfico 4

### España vs. UEM: tasa de participación (Contribución promedio al crecimiento del PIB)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Otro factor fundamental para explicar el crecimiento en España ha sido el fuerte aumento en la inversión. Sin embargo, hacia delante, es de esperar que varios de los factores que favorecieron la acumulación de capital en la economía espa-

ñola durante los últimos años, no se vuelvan a presentar. Por ejemplo, las ganancias de invertir en sectores de bienes no transables, con alta rentabilidad, en una economía con buenas perspectivas de crecimiento serán menores. En particular, el proceso de redimensionamiento en el sector inmobiliario supondrá una disminución importante en la inversión en vivienda durante los próximos años. Asimismo, la caída que se espera en el crecimiento de tendencia de los principales socios comerciales españoles, afectaría negativamente las perspectivas de crecimiento del sector exportador. Por otro lado, no sólo se espera que la demanda de capital sea menor que en el pasado, sino que es posible que durante los próximos años la oferta también disminuya como consecuencia de un entorno internacional menos propicio a la toma de riesgo o un sector financiero más regulado. Por lo tanto, es poco probable que se vuelvan a observar tasas de inversión cercanas al 30% del PIB, y que esta se establezca en niveles hasta 2 puntos por debajo del promedio observado en períodos anteriores. Esto implicaría una reducción de la contribución de la acumulación de capital al crecimiento de entre 6 y 7 décimas.

Finalmente, dentro de las potenciales fuentes de crecimiento para la economía española, sólo quedarían la tasa de paro y la productividad. Sin embargo, hay que resaltar que históricamente, ambas se encuentran positivamente correlacionadas, por lo que cualquier mejora en alguna de estas variables, sería compensada parcialmente por un deterioro de la otra.

Gráfico 5

### España: productividad y desempleo



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

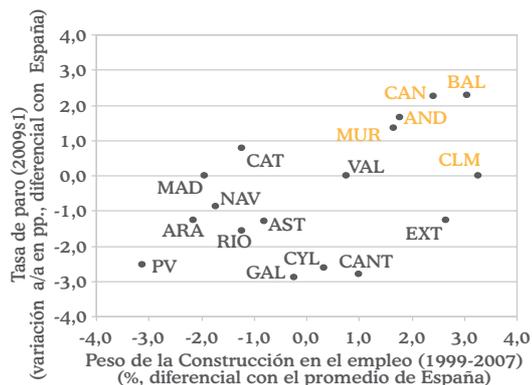
En resumen, se puede decir que de no acelerar la adopción de reformas estructurales que reviertan ciertas tendencias, algunos factores relacionados con la oferta de trabajo y la acumulación de capital disminuirán de manera importante su contribución al crecimiento potencial, haciendo que este converja hacia niveles alrededor de un punto por debajo de lo que se observó durante los últimos 15 años. Sin embargo, ciertos factores (por ejemplo, el aumento en la población en edad de trabajar) continuarán marcando una diferencia positiva respecto al resto de Europa, por lo que el crecimiento potencial de la economía española previsto para los próximos años (alrededor de un 2%) será sensiblemente superior al que previsiblemente muestre el resto de la UEM (1,4%).

## Recuadro 4: La heterogeneidad regional ante la crisis económica

La economía española se caracteriza por unas amplias diferencias estructurales entre las regiones que la conforman. Dichas diferencias marcaron un crecimiento diferencial muy pronunciado durante la última etapa de crecimiento sostenido en España, y así mismo, es de preveer que tengan un efecto diferencial importante en la evolución de las economías regionales ante la actual crisis económica. En concreto, es de esperar que algunos de los elementos que hasta 2007 estimularon buena parte del crecimiento relativamente mayor en ciertas regiones, tales como el elevado peso de la construcción y el apalancamiento financiero de los agentes privados, ejerzan una mayor presión a la baja en las tasas de crecimiento de esas mismas regiones tanto en el corto como en el medio plazo. Adicionalmente, es previsible que la adversa coyuntura en el entorno exterior durante 2009 tenga, en el corto plazo, un impacto negativo adicional sobre las tasas de crecimiento de las regiones españolas con una estructura productiva sesgada hacia la demanda externa y el turismo.

Gráfico 1

### El redimensionamiento del sector de la construcción



Fuente: INE y SEE BBVA

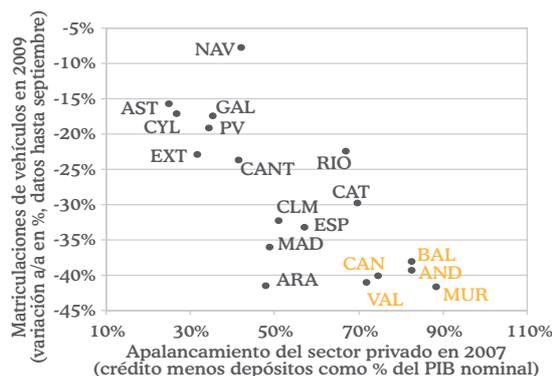
### El redimensionamiento del sector de la construcción y el proceso desapalancamiento financiero

Además de la persistencia y la intensidad de la crisis financiera internacional, dos de los factores que más están contribuyendo al deterioro de la economía española durante el último periodo son el redimensionamiento del sector de la construcción y el proceso de desapalancamiento financiero del sector privado. A pesar de ser ambos elementos comunes a la mayor parte de las economías regionales, existen claros indicios de una mayor exposición de algunas regiones españolas a estos factores, y por tanto, de un mayor riesgo de sesgos a la baja en sus tasas de crecimiento en el corto y medio plazo. Durante el periodo del auge inmobiliario se observó un peso de la construcción en el empleo muy superior a la media de España en regiones como Baleares, Extremadura, Castilla-La Mancha, Murcia, Canarias y Andalucía. Debido en parte a esta mayor exposición a las actividades de construcción, la destrucción de empleo registrada hasta el segundo trimestre de 2009, ha sido más acusada en estas regiones (exceptuando Extremadura), que en el

conjunto de España (7,5 pp. en variación interanual), situando así las tasas de desempleo de todas estas regiones en cotas superiores a la media nacional. En consecuencia, es de esperar un mayor sesgo a la baja del consumo privado y el PIB en estas regiones durante 2009 y 2010.

Gráfico 2

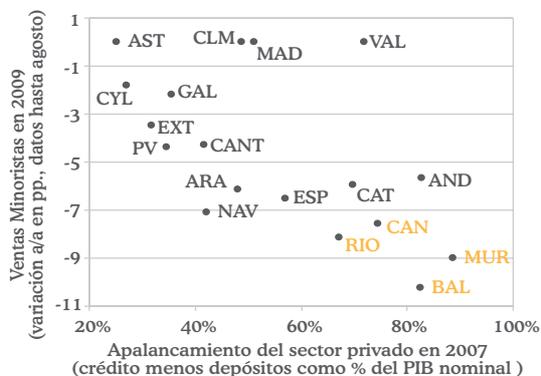
### El proceso de desapalancamiento financiero del sector privado



Fuente: Banco de España, DGT y SEE BBVA

Gráfico 3

### El proceso de desapalancamiento financiero del sector privado



Fuente: Banco de España, INE y SEE BBVA

En relación con el apalancamiento financiero del sector privado también se observan importantes diferencias entre las regiones españolas. Entre 1999 y 2007, el saldo neto del crédito al sector privado – esto es, crédito menos depósitos – se incrementó en el conjunto de la economía española hasta el 57,1% del PIB. En los casos de Andalucía, Baleares, Canarias, Cataluña, Valencia, Murcia, Navarra y La Rioja, la cifra supera ampliamente la media española, siendo de esperar, en consecuencia, un proceso de desapalancamiento del sector privado más pronunciado y/o dilatado en estas regiones que en el conjunto de la economía española. En última instancia, esto implica una presión a la baja potencialmente más severa sobre el crecimiento del consumo y, especialmente, sobre la inversión privada de estas regiones que, finalmente, podría dilatar el proceso de recuperación de estas economías. Así, los indicadores de actividad y gasto registran en lo que va de año una evolución más desfavorable

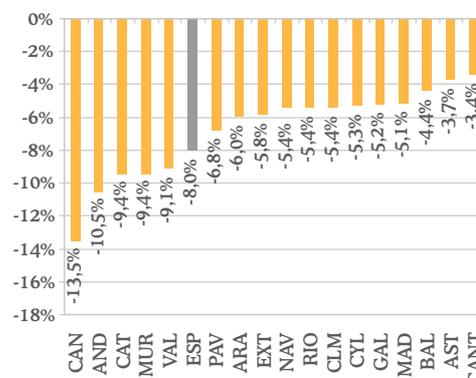
orable en la mayor parte de estas regiones que en el conjunto de España, poniendo en evidencia un reajuste más marcado en las decisiones de consumo e inversión por parte de los agentes privados en estas economías. Excepto en Cataluña y Andalucía, la contracción del comercio minorista observada hasta agosto ha sido más acusada en estas regiones que en el conjunto de España (-7,0 pp. en promedio hasta agosto de 2009 frente al mismo periodo de 2008). Adicionalmente, en Andalucía, Baleares, Canarias, Valencia y Murcia, las matriculaciones totales de vehículos, incluyendo tanto turismos como vehículos industriales, han caído más intensamente que en el conjunto de la economía española (33,3% en promedio hasta septiembre de 2009 frente al mismo periodo de 2008).

### Entorno exterior. Sesgo a la baja en el crecimiento de 2009

La crisis financiera internacional ha conducido a una recesión global y con ello a una contracción de la demanda exterior, que previsiblemente afectará muy negativamente tanto a la actividad exportadora como al turismo en España durante 2009. Como es de esperar, el grado de exposición de las distintas regiones de España frente al entorno exterior es marcadamente heterogéneo, siendo por tanto, un elemento importante en lo que respecta a la evolución diferencial de las economías regionales ante la actual crisis económica. Por el lado del turismo, es de notar que el 91,9% del gasto total de los turistas extranjeros se concentra en Baleares, Canarias, Andalucía, Cataluña, Valencia y Madrid. Teniendo en cuenta el peso de esta partida en el PIB nominal de las economías regionales, Baleares, Canarias y Andalucía resultan ser especialmente sensibles frente al ciclo turístico (véase tabla adjunta). Por otro lado, y en lo que respecta al comercio internacional, Cataluña, País Vasco, Galicia, Navarra y Aragón están relativa-

Gráfico 4

### Empleo corregido de estacionalidad (variación porcentual entre 2T07 y 3T09)



Fuente: INE y SEE BBVA

mente más expuestas al entorno exterior, observándose en todas estas regiones un grado de apertura superior al del conjunto de España.

Con todo, es de esperar que la adversa coyuntura en el entorno exterior durante 2009 haya ejercido una mayor presión a la baja en las tasas de crecimiento de las regiones anteriormente mencionadas que en el conjunto de España. De cara a 2010, sin embargo, se prevé un comportamiento algo mejor del entorno exterior español, y en particular de la economía europea en su conjunto. De ser así, cabría esperar que la contribución al crecimiento, tanto del sector exportador como del turístico, fuese menos negativa durante el próximo año, reduciendo en alguna medida la presión a la baja en las regiones con un mayor grado de exposición frente al entorno exterior.

En resumen, la mayor exposición al sector de la construcción y el mayor nivel de apalancamiento financiero son factores que pueden dificultar de forma significativa el crecimiento de las economías regionales durante 2009 y 2010. No obstante, y a pesar de existir un riesgo adicional de sesgo a la baja durante 2009, las comunidades con un mayor peso del sector exterior, vía bienes o turismo, podrían encontrar en el mejor comportamiento de la economía europea una vía para un diferencial de crecimiento menos negativo, o incluso positivo, durante 2010. Teniendo en cuenta el empleo como indicador de la actividad económica se observan ya claros indicios de una evolución relativamente peor en gran parte de las regiones más vulnerables a los factores previamente mencionados. Las cinco comunidades en las que se evidencia un mayor deterioro económico desde comienzos de la crisis hasta el tercer trimestre de 2009, mantuvieron hasta 2007 un grado de apalancamiento financiero del sector privado superior al de la economía española. Adicionalmente, Canarias, Andalucía y Murcia estuvieron más expuestas a la construcción y las dos primeras son más dependientes del turismo. Así mismo, Cataluña está más expuesta al comercio exterior que España en su conjunto.

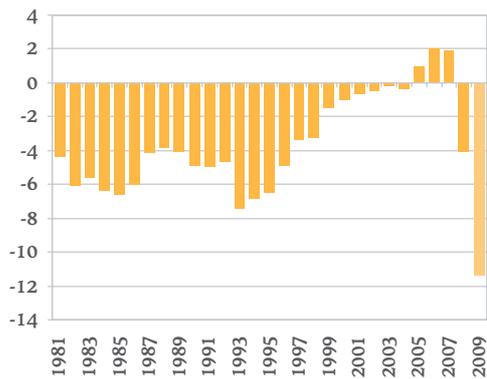
Cuadro 1

### Grado de exposición frente al entorno exterior

	Apertura Comercial al Exterior (1999-2007) (X+M, % del PIB Nominal)	Gasto de los turistas extranjeros (2004-2008) (% del PIB Nominal)
<b>España</b>	<b>43,4%</b>	<b>5,0%</b>
Andalucía	24,6%	5,5%
Aragón	51,9%	1,0%
Asturias	27,7%	0,9%
Baleares	15,0%	36,5%
Canarias	15,4%	26,4%
Cantabria	34,9%	2,2%
C. León	40,3%	1,5%
C. La-Mancha	25,5%	0,7%
Cataluña	64,9%	5,0%
C. Valenciana	42,4%	4,6%
Extremadura	11,6%	0,8%
Galicia	52,8%	1,5%
C. Madrid	44,8%	2,5%
Murcia	47,0%	2,1%
Navarra	68,2%	0,7%
País Vasco	51,3%	0,9%
Rioja (La)	28,2%	0,8%

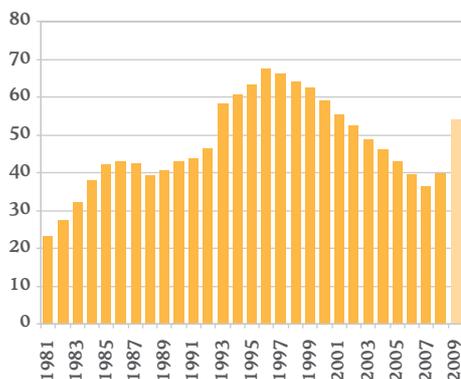
Fuente: SEE BBVA a partir de datos del INE y del Ministerio de Industria Comercio y Turismo

Gráfico 4.1.  
Déficit (-) o Superávit (+) de las AA.PP.  
(En porcentaje del PIB)



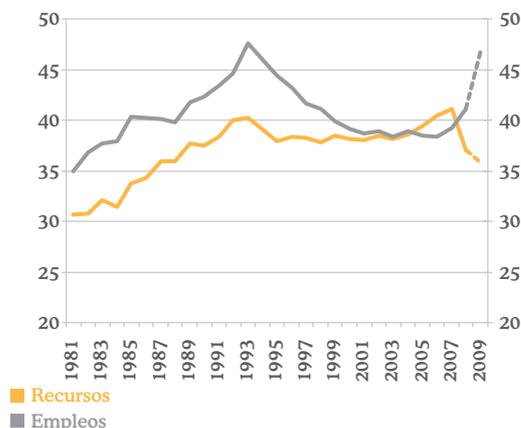
Fuente: SEE BBVA a partir de MEH, INE e IEF

Gráfico 4.2.  
Saldo vivo de la deuda de las AA.PP.  
(En porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE y MEH

Gráfico 4.3.  
Recursos y Empleos no financieros de las AA.PP.  
(En porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA a partir de MEH, INE e IEF

## 4. Cambios estructurales en las cuentas públicas españolas

La crisis económica ha puesto fin al periodo de mayor estabilidad presupuestaria de las últimas décadas: entre 2007 y 2009 se ha producido un importante deterioro de las cuentas de las administraciones públicas, equivalente a un 13 por ciento del PIB. La mayor parte de este deterioro es estructural, como consecuencia de las políticas de estímulo fiscal implementadas y por la desaparición de una serie de ingresos públicos extraordinarios. En este contexto, el simple funcionamiento de los estabilizadores automáticos no será suficiente para reducir durante los próximos años el déficit en la magnitud necesaria. Para alcanzar el objetivo de estabilidad presupuestaria sin nuevas subidas impositivas será necesario que el Estado, las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales reduzcan significativamente y racionalicen el gasto público.

### La crisis económica y financiera ha derivado en un fuerte deterioro de las cuentas públicas, que terminó con un lustro de equilibrio

La profunda crisis económica en la que está inmersa la economía española está afectando de manera significativa al deterioro de las finanzas públicas, terminando con el intenso proceso de consolidación fiscal iniciado a principios de los noventa que culminó con el período de mayor estabilidad presupuestaria de los últimos cuarenta años. Pese a que las administraciones públicas españolas en su conjunto se han enfrentado a la crisis en una situación mucho más favorable que la media de los Estados miembros de la Unión Europea en cuanto a su nivel de déficit y deuda pública, el deterioro está siendo mucho más rápido. Así, en España las administraciones públicas han pasado de registrar un superávit del 1,9% del PIB en 2007 a cerrar el año 2009 previsiblemente con un déficit en el entorno del 11%. Este deterioro de unos 13 puntos porcentuales en dos años excede ampliamente el deterioro de 7 puntos previsto por la Comisión Europea (CE) para el conjunto de los países de la UEM<sup>1</sup> (2007: -0,9%, 2009: -6,0%).

Este deterioro del saldo público se ha traducido también en un fuerte aumento del nivel de deuda de las administraciones públicas españolas que verán incrementar su saldo vivo en más de 17 puntos porcentuales del PIB desde finales de 2008, lo que se compara desfavorablemente con el aumento de 12 pp en la deuda pública del conjunto de la UEM, a pesar de que las ayudas financieras al sector bancario en la UEM (4,7% del PIB) han sido mucho mayores que en España. Sin embargo, también es cierto que la mejor posición de inicio del sector público español hará que su deuda en 2009 sea del 54% del PIB, muy por debajo de lo que la CE prevé para el conjunto de la UEM (77,7%).

El menoscabo del saldo presupuestario español se debe a una combinación de caída de los ingresos públicos, principalmente en 2008, y a un fuerte incremento del gasto, sobre todo en 2009. Respecto a este último, cabe mencionar el impacto que han tenido las medidas de estímulo fiscal promovidas por el Gobierno que en el año 2009 han podido suponer un gasto adicional aproximadamente de un punto porcentual del PIB. Lo anterior, junto con el incremento del pago de prestaciones sociales ligadas al aumento en la tasa de paro, elevará el gasto público

<sup>1</sup> Previsiones de primavera 2009 del ECOFIN (AMECO)

de este año por encima del 45% del PIB, niveles no alcanzados desde principios de la década de los 90, cuando comenzó el intenso proceso de consolidación fiscal.

Por otro lado, la caída de los ingresos públicos ha ido mucho más allá de lo que permiten explicar tanto los estabilizadores automáticos como algunos de los elementos del programa de impulso fiscal del Gobierno dirigidos a liberar rentas de los contribuyentes. De esta forma, se estima que medidas como la deducción de los 400 euros del IRPF, la anticipación de las devoluciones del IVA, o la reducción del tipo impositivo del Impuesto sobre Sociedades (cuyo segundo tramo se aplicó en 2008), han podido drenar los ingresos públicos en más de un punto y medio del PIB.

#### Cuadro 4.1. Principales medidas de impulso fiscal del Gobierno

Millones de euros	2008	2009	2010
<b>Ingresos</b>	<b>19.825</b>	<b>16.195</b>	<b>-1.984</b>
Reformas en el IRPF	8.525	11.045	716
Reformas del Impuesto sobre Sociedades	5.300	-3.000	350
Reformas en el IVA	6.000	6.000	-2.550
Supresión del Impuesto sobre Patrimonio		1.800	
Actualización de los Impuestos Especiales		-850	-1.700
Bonificación en la cuota de la SS		1.200	1.200
<b>Gastos</b>	<b>181</b>	<b>10.690</b>	<b>4.661</b>
<b>Impacto permanente</b>			
Reducción del presupuesto de gastos del Estado	-20	-2.500	-542
Reducción de la oferta pública de empleo			-300
Oferta pública de compra de suelo y otros	201	430	113
<b>Impacto temporal</b>			
Fondo de Inversión Local		7.700	5.300
Fondo para la dinamización de la Economía y el Empleo		3.000	
PlanE automoción		60	90
Plan integral de automoción (incluye el Plan VIVE)		2.000	
<b>Impacto total en las cuentas públicas</b>	<b>20.006</b>	<b>26.885</b>	<b>2.677</b>
% del PIB	1,8	2,6	0,3

Fuente: SEE BBVA a partir de MEH

#### El incremento del gasto público se ha concentrado principalmente en las prestaciones sociales y en el consumo público

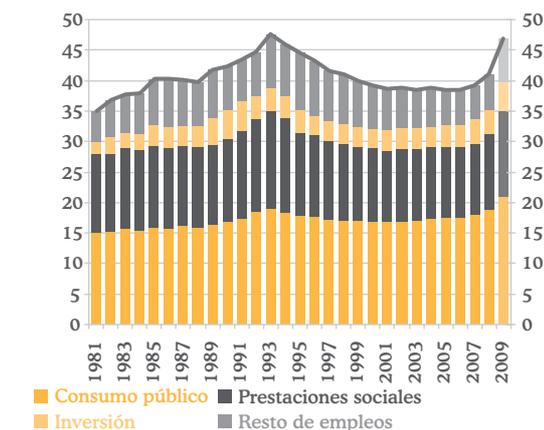
Como se ha comentado anteriormente, parte del crecimiento sin precedentes del gasto público (8 puntos porcentuales del PIB más en 2009 respecto a 2007), ha estado motivado por las medidas de impulso fiscal contracíclicas y discrecionales. De esta forma, uno de los principales esfuerzos realizados por las administraciones públicas para dinamizar la actividad económica se ha concentrado en incrementar la inversión pública, de tal manera que a finales del presente año, ésta se situará previsiblemente en niveles cercanos al 5% del PIB, alcanzando máximos históricos.

Sin embargo, este fuerte incremento del gasto en inversión no explica toda la dinámica actual de crecimiento del gasto público. En particular, analizando el gasto por sus componentes principales, puede observarse que las partidas que más han contribuido a dicho crecimiento han sido las prestaciones sociales y el consumo público. Por un lado, las prestaciones sociales han aumentado su participación en el PIB desde 2007 en 2,2 puntos porcentuales hasta situarse en torno al 14% a finales de 2009. Entre ellas cabe destacar el crecimiento de las prestaciones por desempleo, que sólo en 2009 se verán incrementadas en 1,1

Gráfico 4.4.

#### Empleos no financieros de las AA.PP.

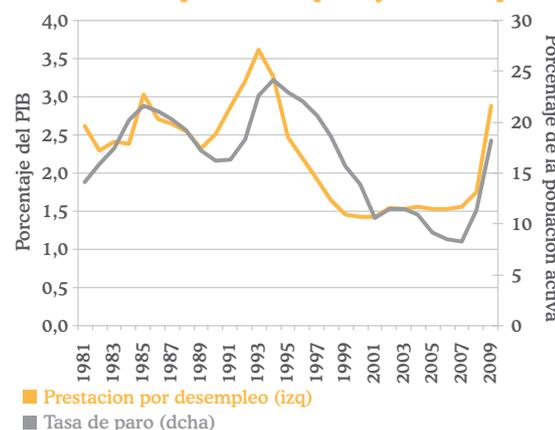
(En porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA a partir de MEH, MTIN, OCDE e INE

Gráfico 4.5.

#### Prestaciones por desempleo y tasa de paro

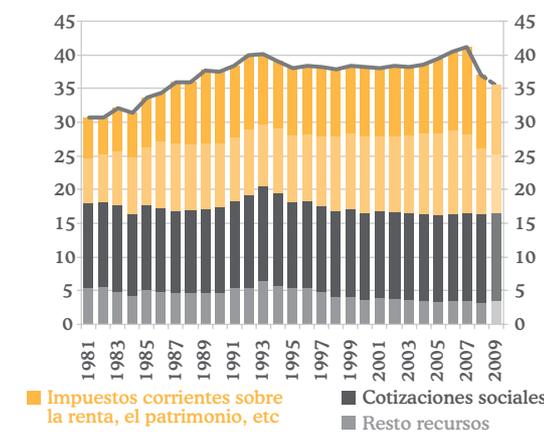


Fuente: SEE BBVA a partir de MEH, OCDE e INE

Gráfico 4.6.

#### Recursos no financieros de las AA.PP.

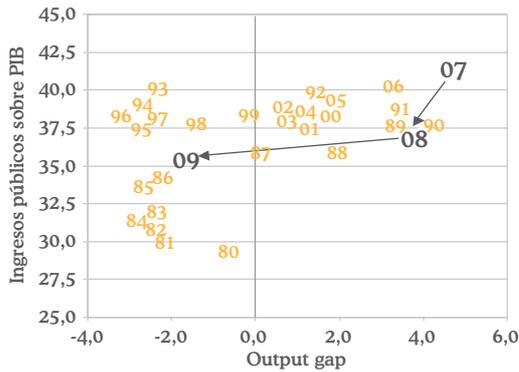
(En porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA a partir de MEH e INE

Gráfico 4.7.

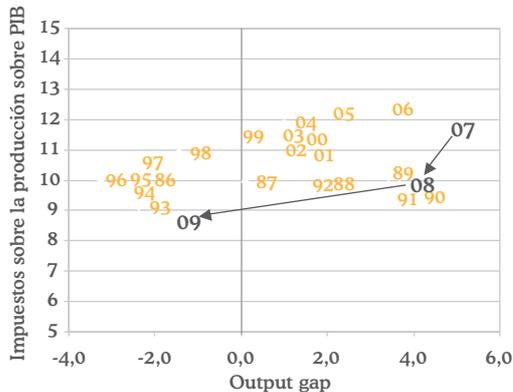
Ingresos públicos y output gap



Fuente: SEE BBVA a partir de MEH e INE

Gráfico 4.8.

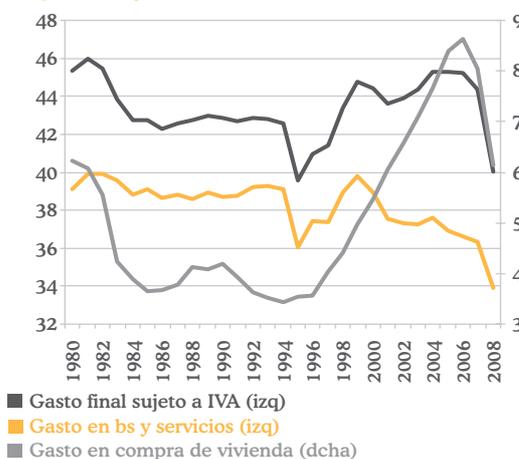
Impuestos sobre la producción y output gap



Fuente: SEE BBVA a partir de MEH e INE

Gráfico 4.9.

Evolución de la bases imponibles del IVA (En porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA a partir de MEH e INE

puntos porcentuales, magnitud superior a la registrada en el periodo más intenso de la crisis de comienzos de los 90, entre los años 1992 y 1993.

Por su parte, el consumo público se ha incrementado desde 2007 en torno a tres puntos porcentuales del PIB alcanzando una ratio superior al 21%, más de dos puntos por encima del nivel máximo histórico alcanzado en 1993.

La reducción en los ingresos públicos es mayor de lo que puede explicarse por la fuerte caída cíclica del PIB

La magnitud de la disminución de los ingresos públicos ha sido muy superior al deterioro del PIB nominal, por lo que la ratio de ingresos sobre PIB pasará del 41,1% registrada en 2007 a un 35,6% a finales de 2009, situando los recursos de las administraciones públicas españolas en niveles de finales de los 80. Esta caída de casi 5,5 puntos porcentuales no puede explicarse totalmente por las rebajas fiscales llevadas a cabo en los últimos años que, como se ha visto anteriormente, han venido a restar en torno a un punto y medio porcentual de los ingresos impositivos.

Analizando los recursos de las administraciones públicas por componentes, se observa una caída generalizada de todas las partidas de ingresos, salvo en las cotizaciones sociales que se han mantenido prácticamente estables alrededor del 13% del PIB. Tres puntos porcentuales de la caída de los ingresos no financieros se han concentrado en los recursos procedentes de los impuestos sobre la producción, básicamente en el IVA, cuya recaudación en relación al PIB ha caído en torno a 2 puntos porcentuales desde 2007. Por su parte, los impuestos corrientes sobre la renta (destacando, entre ellos, el Impuesto sobre Sociedades) han contribuido a la reducción de los ingresos públicos en dos puntos y medio del PIB, influidos en buena medida por las rebajas fiscales que se concentran en estas figuras y las disminuciones en las plusvalías.

La crisis del mercado inmobiliario y el fin del boom bursátil han reducido de forma permanente una buena parte de las bases imponibles de las principales figuras tributarias

Una parte de esta disminución de los ingresos se debe al funcionamiento típico de los estabilizadores automáticos a lo largo del ciclo económico. Esto es, cuando la actividad de una economía disminuye, lo hacen igualmente las bases disponibles de los impuestos, por lo que la recaudación se reduce. Sin embargo, puesto que los ingresos públicos considerados en su conjunto son prácticamente proporcionales al PIB, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos en España apenas debería alterar la ratio de ingresos públicos sobre PIB a lo largo del ciclo económico, lo que no se observa en el Gráfico 4.7. Esta (quasi) proporcionalidad de los ingresos públicos se debe a que la progresividad de algunos impuestos como el IRPF, que hace que la recaudación de este impuesto en relación al PIB sea procíclica, se vea compensada por el comportamiento contracíclico de otros ingresos como los procedentes de la cotizaciones sociales.

Sin embargo, en la crisis actual la desaceleración cíclica se ha visto acompañada de una reducción de los ingresos entre 2007 y 2009 de cinco puntos y medio del PIB, lo que no puede explicarse en su totalidad por el funcionamiento habitual de los estabilizadores automáticos. Este hecho, por tanto, evidencia una importante caída de alguna de las bases imponibles de los impuestos derivando en un potencial de recaudación notablemente menor que en el periodo anterior.

Si se analizan las principales figuras tributarias (Cuadro 4.2) puede observarse que los impuestos sobre la producción, que incluyen la recaudación del IVA, de los Impuestos Especiales o de los tributos autonómicos de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, han crecido desde mediados de los años noventa a tasas muy superiores a las del PIB nominal, registrando en el último periodo previo a la crisis actual (entre 1996 y 2007) tasas cercanas al 9%, con una elasticidad media al PIB de 1,1. Estos datos contrastan con la caída de más del 14% que han experimentado estos ingresos en los años 2008 y 2009, arrastrados fundamentalmente por la caída de los recursos procedentes del IVA (que pasa de registrar una tasa de crecimiento nominal del 9,3% al -19% en 2008 y 2009, respectivamente).

Gran parte de esta disminución de la recaudación del IVA puede explicarse por la evolución de la inversión en vivienda y del consumo de los hogares, que en 2008 registraron una caída media, en términos reales, del 10,3% y del 0,6%, disminución que ha continuado en buena parte de 2009. Este comportamiento se tradujo en un importante descenso de la base imponible del impuesto que como puede observarse en el Gráfico 4.9 registró en 2008 una caída de 4,3 puntos porcentuales respecto al nivel alcanzado en 2007, de los cuales 2,4 puntos corresponden a la caída del gasto en bienes y servicios de hogares y administraciones públicas, y por tanto al consumo, mientras que el resto responde a un menor gasto en vivienda de los hogares.

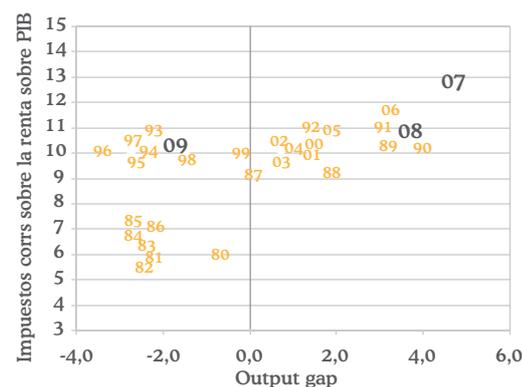
Si atendemos a los recursos procedentes de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio puede observarse que, al igual que los impuestos indirectos, han registrado tasas de crecimiento superiores a las del PIB nominal desde mediados de los años noventa hasta principios de la crisis, mientras que en los años 2008 y 2009 la recaudación de estos impuestos cayó, en media, un 10,5%, arrastrados principalmente por la evolución del Impuesto sobre Sociedades.

Los recursos de los impuestos directos en conjunto, presentan una elasticidad media al PIB ligeramente superior a 1,0, manteniéndose en torno al 10,5% del PIB desde 1995. Esta estabilidad de la tributación directa se debe al elevado peso que alcanzan los ingresos de IRPF sobre el total (por encima del 65% en media desde 1990) y a su naturaleza progresiva, que hace que la recaudación del mismo sea procíclica, creciendo cuando crece la actividad y viceversa. De esta forma, los recursos procedentes del IRPF se mantienen entre 2008 y 2009 en torno al 7% del PIB (Cuadro 4.2), ligeramente por encima de la media para el periodo 1996-2007, pero por debajo del nivel alcanzado en 2007 (7,5% del PIB) como consecuencia de las importantes rebajas impositivas llevadas a cabo en las últimas reformas del impuesto.

Por su parte, los recursos del Impuesto sobre Sociedades han ido incrementando su peso sobre el PIB hasta alcanzar un promedio máximo del 3,2% a lo largo del periodo 1996-2007 (Cuadro 4.2), coincidiendo con el periodo de mayor expansión económica. El elevado crecimiento registrado por este impuesto en esta última fase expansiva (sobre todo en 2006) más que duplica el crecimiento medio del PIB nominal, respondiendo, en gran medida, al fuerte incremento experimentado por las cotizaciones bursátiles, lo que dio lugar a importantes plusvalías. Como resultado, la base imponible del impuesto experimentó un crecimiento medio sostenido desde 2000 hasta 2007 del 13,2%, elevando su ratio sobre PIB casi al 17%. Este crecimiento extraordinario de la base imponible de Sociedades de los últimos años, explica gran parte de la caída actual de los recursos del impuesto, cuando los beneficios de las sociedades se han visto ralentizados por el freno en la actividad y la desaparición de las mencionadas plusvalías.

Gráfico 4.10.

### Impuestos corrientes sobre la renta y output gap

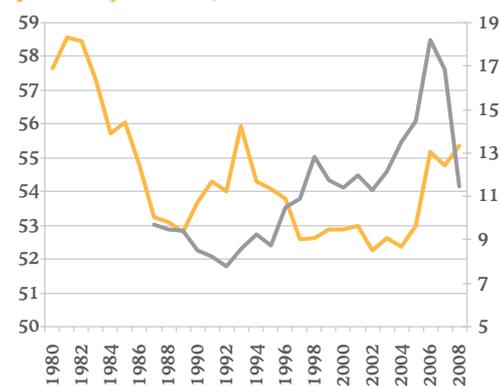


Fuente: SEE BBVA a partir de MEH e INE

Gráfico 4.11.

### Evolución de las bases imponibles de los Impuestos sobre la Renta de las Personas Físicas y de Sociedades

(En porcentaje del PIB)

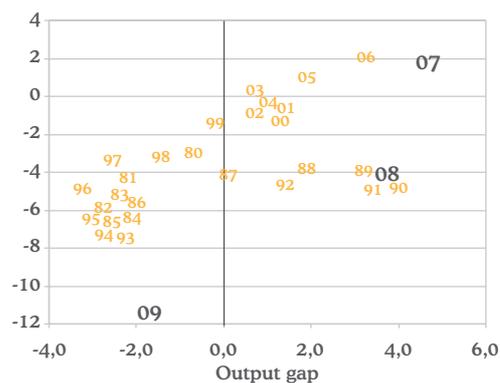


■ Renta bruta de los hogares (izq)  
■ Base Imponible consolidada del IS (dcha)

Fuente: SEE BBVA a partir de AEAT, MEH, INE y Datastraem

Gráfico 4.12.

## Saldo presupuestario vs Output gap



Fuente: SEE BBVA a partir de MEH, INE e IEF

## Cuadro 4.2. Evolución de los recursos no financieros en el periodo 1970-2009

En porcentaje del PIB y tasa variación interanual

	1970-2009	1971-1989	1990-1995	1996-2007	2008-2009
Recursos no financieros	33,61	28,68	38,85	38,75	38,42
tasa media de crecimiento	12,9	19,3	8,0	8,1	-7,0
Elasticidad al PIB	1,1	1,2	0,9	1,2	0,3
Recursos impositivos	29,45	24,38	33,74	35,19	33,33
tasa media de crecimiento	13,2	19,7	7,7	8,7	-7,9
Elasticidad al PIB	1,1	1,3	0,9	1,2	0,2
Impostos sobre la producción	9,06	7,54	9,56	11,32	11,17
tasa media de crecimiento	12,1	17,9	8,1	8,9	-14,1
Elasticidad al PIB	1,1	1,2	0,9	1,2	0,3
Impostos tipo IVA	3,13	0,97	4,85	5,63	4,50
tasa media de crecimiento (*)	7,6	-	6,7	9,3	-19,0
Elasticidad al PIB	1,2	-	0,6	1,3	2,2
Otros impuestos sobre producción	5,05	4,88	4,47	5,68	4,77
tasa media de crecimiento	11,5	14,8	12,8	8,6	-8,9
Elasticidad al PIB	1,0	1,0	1,7	1,2	-1,7
Impostos corr. sobre renta, patrim	7,99	5,46	10,45	10,55	10,57
tasa media de crecimiento	15,9	25,0	6,5	9,9	-10,5
Elasticidad al PIB	1,3	1,6	0,7	1,3	-0,9
IRPF	5,35	3,62	7,66	6,80	7,10
tasa media de crecimiento	17,7	28,8	8,1	7,5	-3,8
Elasticidad al PIB	1,4	1,8	1,0	1,0	0,9
Impuesto sobre sociedades	2,16	1,44	2,23	3,23	2,75
tasa media de crecimiento	14,7	21,7	0,5	16,6	-23,8
Elasticidad al PIB	1,2	1,5	-0,4	2,3	-4,1
Cotizaciones sociales	12,12	11,17	13,35	12,91	13,14
tasa media de crecimiento	13,0	18,8	8,4	7,6	0,6
Elasticidad al PIB	1,1	1,2	1,1	1,0	1,2
PIB nominal (a/a)	11,3	15,9	7,8	7,4	-0,1

Fuente: SEE BBVA a partir de MEH, INE e IEF

## Saldo presupuestario y ciclo económico

Como se ha comentado a lo largo del presente artículo, el deterioro de las cuentas públicas españolas en los dos últimos años ha sido mucho más elevado de lo que puede explicarse por la situación cíclica de la economía, estando determinado además por decisiones discrecionales de política económica. Como puede observarse en el Gráfico 4.12, los estabilizadores automáticos dan lugar a una relación positiva entre el *output gap* y el saldo presupuestario en porcentaje del PIB. Así, entre 1992 y 1993 se produjo una caída del *output gap* de casi 3,8 puntos porcentuales del PIB y el déficit público se incrementó en 2,7 puntos. Sin embargo, entre los años 2007 y 2008, el *output gap* disminuyó aproximadamente un punto porcentual mientras que el saldo presupuestario lo hizo en casi seis puntos porcentuales del PIB, poniendo en evidencia que gran parte del deterioro del saldo público se ha debido a políticas discrecionales.

Para realizar una valoración de la política fiscal de las administraciones públicas debe diferenciarse la parte de saldo presupuestario asociado a las decisiones discrecionales (saldo estructural) y la parte asociada a las oscilaciones cíclicas (saldo cíclico). En este sentido, se califica como estructural aquella parte del saldo presupuestario que se obtendría cuando la actividad se sitúe en su nivel tendencial, siendo el componente cíclico la parte que depende de la posición cíclica de la economía, es decir, del *output gap* ( $y$ )<sup>2</sup>.

Por tanto, el saldo presupuestario expresado en porcentaje del PIB ( $sp$ ) puede escribirse como la suma de sus componentes cíclico y estructural ( $\overline{sp}$ ),

$$sp_t = \beta_t y_t^c + \overline{sp}_t \quad (1)$$

dónde,  $\beta$  determina la sensibilidad del saldo presupuestario al ciclo económico.

<sup>2</sup> A efectos de este ejercicio se ha realizado una aproximación del *output gap* mediante una descomposición siguiendo el método de la función de producción, tal y como se hace en el Recuadro 3 «El crecimiento potencial en España: efectos de la crisis».

Existen distintos métodos para estimar el parámetro  $\beta$  definido en la ecuación (1). Uno de los más utilizados es la estimación a partir de las elasticidades de ingresos y gastos al *output gap* ya que permite analizar qué partidas presupuestarias están detrás del comportamiento cíclico del saldo presupuestario<sup>3</sup>.

Así, las elasticidades de las distintas categorías de ingresos pueden estimarse mediante la siguiente especificación:

$$t_{it} = t_{it}^* (1 + \beta_i y_t^c) \quad (2)$$

donde,  $t_{it}$  se define como la ratio de cada categoría de impuestos sobre el PIB,  $t_{it}^*$ , es su nivel en el largo plazo.

De acuerdo con las elasticidades estimadas mediante un modelo de componentes no observables, como consecuencia de la crisis económica, el componente cíclico de los ingresos públicos, en porcentaje del PIB, ha experimentado una caída de un punto y medio porcentual desde 2007, mientras que en el periodo de mayor expansión económica (2003-2007) el componente cíclico se vio incrementado en un punto porcentual del PIB (Gráfico 4.13).

Por tanto, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos está explicando algo menos de un 30% del total de los 5,5 puntos porcentuales de caída de los ingresos públicos totales. Si tenemos en cuenta que las políticas discrecionales del Ejecutivo central en materia de ingresos han podido drenar otro punto y medio de los ingresos públicos, podría deducirse que 2,5 puntos porcentuales del PIB (unos 26 mil millones de euros) corresponderían a una caída estructural de las bases imponibles derivada de la dependencia de los recursos impositivos a la evolución del mercado inmobiliario y al fuerte crecimiento de los beneficios empresariales, como se ha discutido anteriormente.

Por lo que respecta al gasto público, únicamente las prestaciones sociales por desempleo tienen relación con el ciclo, lo que supone que aproximadamente más del 90% del gasto total no depende de las variaciones del *output gap*. Esto no implica que la relación entre el gasto público, excluidas las prestaciones por desempleo, y el *output gap* tenga que ser nula, ya que las autoridades fiscales pueden variar los componentes discrecionales del gasto público en respuesta al ciclo económico.

A partir de las definiciones de los componentes estructurales de los ingresos ( $t_{it}^*$ ) y gasto público ( $g_{it}^*$ ) se pueden obtener los componentes estructural y cíclico del saldo presupuestario respecto al PIB.

$$sp_{it}^* = t_{it}^* - g_{it}^* \quad (3)$$

$$sp_{it}^c = sp_{it} - sp_{it}^* \quad (4)$$

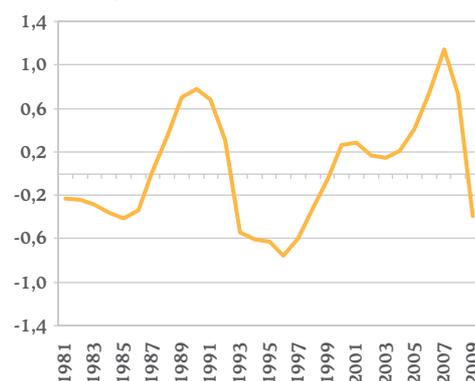
A la luz de los resultados obtenidos, en el Gráfico 4.14 puede observarse que el importante deterioro actual experimentado por las cuentas públicas no ha sido resultado únicamente de la contracción económica, que entre 2007 y 2009 ha supuesto un déficit adicional acumulado de 4,2 puntos porcentuales del PIB. De cerrar las administraciones públicas 2009 con un déficit del 11,4%, las políticas discrecionales y el ajuste estructural habrían elevado el saldo estructural hasta el -10% (siendo el componente cíclico del saldo presupuestario del -1,4% del PIB), por lo que el deterioro del déficit estructural entre 2007 y 2009 sería ligeramente superior a unos 9 puntos porcentuales.

En este contexto, con nuestras previsiones de *output gap* para los próximos años, el objetivo de estabilidad presupuestaria fijado por el Ejecutivo central el pasado mes de junio, para alcanzar un déficit del 3% en 2012, supondría registrar un déficit estructural del entorno del 1%, si-

Gráfico 4.13.

### Componente cíclico de los ingresos de las AA.PP.

(En porcentaje del PIB)

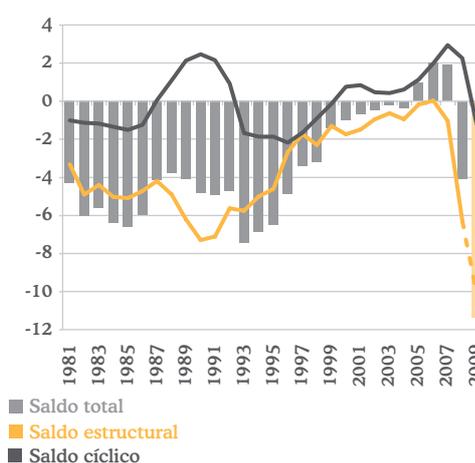


Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.14.

### Saldo presupuestario

(En porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA

<sup>3</sup> Véase el Apéndice para ver el desarrollo metodológico de la estimación.

milar al existente en 2007, justo antes del inicio de la crisis económica. Sin duda, alcanzar este objetivo significaría un éxito de política fiscal activa, ya que sólo podría conseguirse mediante una consolidación fiscal muy significativa, porque el simple funcionamiento de los estabilizadores automáticos no será suficiente para reducir el déficit en una magnitud semejante.

Puesto que el deterioro estructural de las bases imponibles de determinados impuestos hace difícil pensar que la recuperación de los ingresos en los próximos tres años, incluidas las subidas impositivas contempladas en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2010, vaya a situarlos muy por encima del 38% del PIB, la consecución del objetivo de estabilidad presupuestaria supondría un importante esfuerzo de contención del gasto público. Así, para alcanzar el 3% de déficit en 2012 y sin contemplar nuevas subidas impositivas, sería necesario reducir el gasto público sobre PIB en casi 6 puntos porcentuales. El cumplimiento de este objetivo de estabilidad presupuestaria sería todo un logro de política económica, ya que como muestran los resultados de una amplia literatura económica<sup>4</sup> casi todas las consolidaciones fiscales que han tenido éxito han estado basadas fundamentalmente en una reducción del gasto público.

### Referencias:

- Alesina, A. and R. Perotti (1997), "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Compositions and Macroeconomic Effects", *IMF Staff Papers* 44, 210-48.
- Corrales, F., Doménech, R y Varela, J. (2002): "Los saldos presupuestario cíclico y estructural de la economía española". IEF. *Hacienda Pública Española*, nº 162-(3/2002)
- European Commission (2009): "Public Finance in EMU – 2009". (Commission Staff working document) *European Economy* 5/2009
- McDermott, C.J. and R.F. Wescott (1996), "An Empirical Analysis of Fiscal Adjustments", *IMF Staff Papers* 43 (December), 725-753.
- Perotti, R., R. Strauch and J. von Hagen (1998), *Sustainable Public Finances*, London: CEPR.
- von Hagen, J., A. Hughes-Hallett and R. Strauch (2001), "Budgetary Consolidation in EMU". Brussels: European Commission, *Economic Papers* No. 148.

### Apéndice:

#### La medición del componente cíclico del déficit público: estimación a partir de las elasticidades de ingresos y gastos

La desagregación de los ingresos y de los gastos públicos permite analizar qué partidas presupuestarias son las que están detrás del comportamiento cíclico del saldo presupuestario.

Para establecer una relación entre la evolución temporal del gasto y de los ingresos públicos con el ciclo económico se han utilizado dos tipos de criterios. El primero de ellos tiene que ver con la consideración de que las partidas de gasto público, con la excepción de las prestaciones por desempleo y en menor medida los intereses de la deuda, son discretionales. El segundo criterio utilizado ha sido el análisis de la relación empírica existente entre el *output gap* y la ratio sobre el PIB de cada uno de los ingresos y del gasto público que es susceptible de variar de forma automática con el ciclo.

En concreto, las elasticidades de las distintas categorías consideradas de ingresos públicos se han estimado utilizando la especificación siguiente:

$$\frac{t_{it} - t_{it}^*}{t_{it}^*} = \beta_i \frac{PIB_t - PIB_t^*}{PIB_t^*} = \beta_i y_t^c \quad (1)$$

<sup>4</sup> Alesina y Perotti (1997), McDermott y Wescott (1996), Perotti, Strauch y von Hagen (1998) o von Hagen, Hughes-Hallett y Strauch (2001)

donde,  $t_i$  se define como la ratio respecto al PIB de los ingresos públicos totales ( $T$ ), impuestos directos ( $T_d$ ), impuestos indirectos ( $T_p$ ) y cotizaciones sociales ( $T_{cs}$ ), es decir

$$t_{it} = \frac{T_{it}}{PIB_t} \quad (2)$$

La ecuación (1) indica cuál es la variación porcentual de los ingresos sobre el PIB, expresada respecto a su nivel de largo plazo ( $t_i^*$ ), en respuesta a la desviación cíclica del PIB respecto a su tendencia ( $PIB^*$ ).

Cuando el *output gap* es cero ( $PIB_t = PIB_t^*$ ) la ratio de ingresos respecto al PIB coincide con su nivel de largo plazo ( $t_{it} = t_{it}^*$ ). Por otro lado, en el caso de que los ingresos públicos fueran proporcionales al PIB,  $\beta_i$  sería igual a cero, por lo que las variaciones cíclicas del PIB no afectarían la ratio de ingresos sobre el PIB.

La ecuación (1) puede escribirse como

$$t_{it} = t_{it}^* (1 + \beta_i y_t^c) \quad (3)$$

por lo que es posible estimar  $\beta_i$  utilizando el filtro de Kalman bajo la hipótesis de que<sup>5</sup>

$$t_{it}^* = t_{it-1}^* + w_{it} \quad (4)$$

En el cuadro adjunto se presentan las elasticidades estimadas para el periodo 1980-2007. Como puede apreciarse, los ingresos totales son proporcionales respecto al PIB (columna [1]), puesto que el coeficiente estimado no es estadísticamente distinto de cero. La proporcionalidad de los ingresos totales al PIB es consecuencia de que las participaciones de los impuestos directos, y en menor medida los indirectos en el PIB son procíclicas (columnas [2] y [3] respectivamente), siendo significativo el coeficiente de los impuestos directos, mientras que la participación de las cotizaciones sociales (columna [4]) es contracíclica, por lo que estos efectos se anulan entre sí al agregar las diferentes participaciones de los ingresos públicos.

Elasticidades estimadas para el periodo 1980-2007

Variable dependiente	t [1]	t <sub>d</sub> [2]	t <sub>p</sub> [3]	t <sub>cs</sub> [4]
$\beta$	0,173 (0,46)	2,502 (2,97)	0,299 (0,41)	-0,568 (-1,47)

Esta proporcionalidad de los ingresos públicos totales al PIB implica que pueda aceptarse la siguiente relación

$$t_{hp,t}^* \equiv \frac{T_t^*}{PIB_t^*} = \frac{T_t}{PIB_t} \quad (5)$$

Por lo que respecta al gasto público, las variaciones cíclicas de la economía pueden dar lugar a un tipo de respuesta: en las expansiones las prestaciones sociales por desempleo disminuyen y viceversa. Teniendo en cuenta esto, se puede definir el componente estructural del gasto público como

$$g_t^* \circ \frac{G_t^*}{PIB_t^*} = \frac{1}{PIB_t^*} G_{r,t} + \frac{1}{PIB_t^*} G_{u,t} \frac{u_T^*}{u_T} \quad (6) \quad (6)$$

donde,  $G_r$  se define como la suma de todos los componentes del gasto, menos el gasto en prestaciones por desempleo ( $G_u$ ).

<sup>5</sup> Utilizando el contraste de Dickey-Fuller ampliado se ha comprobado que no puede rechazarse la hipótesis de que  $T_t/PIB_t$  sea  $\lambda(1)$ , en línea con los resultados que muestran De Castro y Hernández de Cos (2002). Puesto que por construcción el output gap es estacionario, el único componente que puede explicar que la participación de los ingresos en el PIB siga un paseo aleatorio es la variable de estado  $t^*$ .

## 5. Resumen de previsiones

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

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,2</b>
Consumo privado	1,2	1,5	1,9	2,1	1,6	0,3	-0,8	0,2
Consumo público	1,7	1,6	1,5	2,0	2,1	2,2	2,3	1,8
Formación bruta de capital fijo	1,2	1,9	3,5	5,8	4,8	-0,7	-9,9	-1,4
Variación de existencias (*)	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,7	0,1
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,3</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	1,4	6,8	5,3	8,6	5,9	1,0	-14,0	2,1
Importaciones (bienes y servicios)	3,2	6,5	6,0	8,4	5,2	1,0	-12,4	2,4
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,1</b>
<b>Precios</b>								
IPC	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	0,8
IPC subyacente	2,0	2,1	1,5	1,5	2,0	2,4	1,3	0,7
<b>Mercado de trabajo</b>								
Empleo	1,1	0,9	1,9	2,0	2,0	1,1	-1,7	-1,0
Tasa de paro (% de población activa)	8,8	9,0	9,0	8,4	7,5	7,5	9,5	10,9
<b>Sector público</b>								
Déficit (% PIB)	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-2,0	-6,6	-7,2
<b>Sector exterior</b>								
Déficit por cuenta corriente (% PIB)	0,3	0,8	0,1	-0,1	0,1	-1,1	-0,8	-0,3

\* Contribución al crecimiento

### Entorno internacional (% interanual)

	Crecimiento real del PIB (%)				Inflación** (%)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2,1	0,4	-2,5	1,5	2,9	3,8	-0,6	1,1
Japón	2,3	-0,7	-5,3	1,1	0,5	1,0	-1,5	-0,3
Latinoamérica (*)	5,7	4,0	-2,5	3,5	7,1	9,4	6,6	7,8

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela  
 \*\* Para Latam, previsión de fin de período

### Variables financieras

	Tipo oficial (%), final de período				Tipo de interés a 10 años (%), media trimestral*			
	30/10/09	4T09	2T10	4T10	30/10/09	4T09	2T10	4T10
UEM	1,00	1,00	1,00	1,00	3,2	3,3	3,1	3,3
EE.UU.	0,00	0,00	0,00	0,00	3,4	3,4	3,3	3,6

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

	Tipo de cambio (vs euro)*				Petróleo Brent (dólares por barril)*			
	30/10/09	4T09	2T10	4T10	30/10/09	4T09	2T10	4T10
Dólar EE.UU.	1,48	1,45	1,38	1,32	75,3	64	66	68

\* Media del período

## Resumen de previsiones economía española

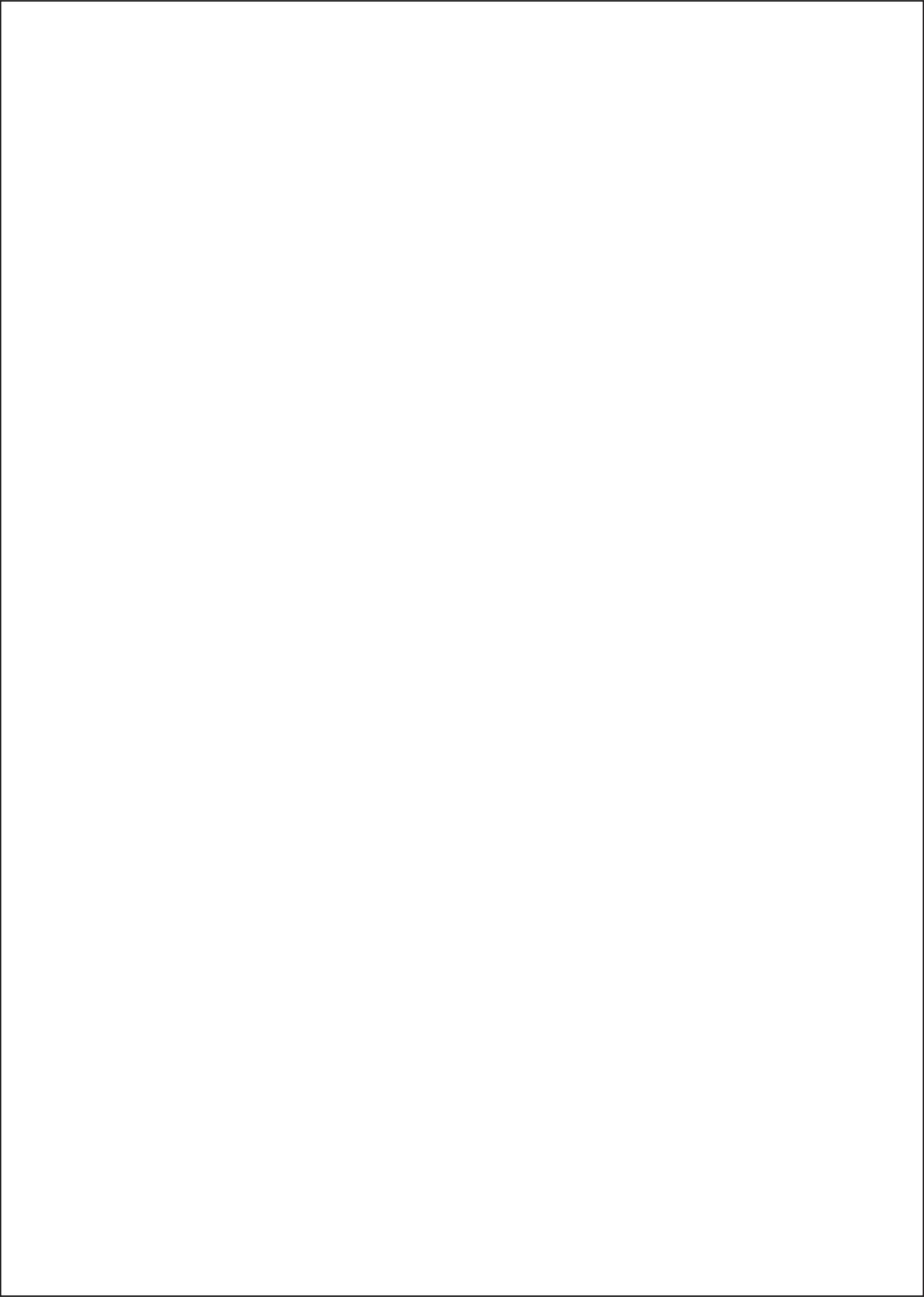
(Tasas de variación anual en %, salvo indicación expresa)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-1,2</b>
Consumo Privado	2,8	2,9	4,2	4,2	3,8	3,6	-0,6	-5,4	-1,7
Consumo Público	4,5	4,8	6,3	5,5	4,6	5,5	5,5	4,1	1,1
Formación bruta de capital fijo	3,4	5,9	5,1	7,0	7,2	4,6	-4,4	-15,3	-7,5
Bienes de equipo	-2,9	4,1	5,1	9,2	9,9	9,0	-1,8	-26,7	-12,2
Construcción	6,3	6,2	5,4	6,1	6,0	3,2	-5,5	-10,6	-5,2
Vivienda	7,0	9,3	5,9	6,1	6,2	3,0	-10,3	-23,6	-10,8
Resto	5,6	3,5	5,0	6,2	5,8	3,3	-0,4	1,7	0,2
Otros Productos	5,0	7,2	3,8	7,1	7,5	3,6	-4,3	-14,0	-8,4
Variación de existencias (*)	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,9</b>
Exportación bienes y servicios	2,0	3,7	4,2	2,5	6,7	6,6	-1,0	-13,9	0,5
Importación bienes y servicios	3,7	6,2	9,6	7,7	10,2	8,0	-4,9	-20,4	-4,9
<b>Saldo exterior neto (*)</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>
<b>PIB a precios corrientes</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>8,1</b>	<b>8,3</b>	<b>7,0</b>	<b>3,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,3</b>
Millones de Euros	729.206	782.929	841.042	908.792	984.284	1.052.730	1.088.502	1.050.223	1.047.546
<b>Precios y costes</b>									
Deflactor del PIB	4,3	4,1	4,0	4,3	4,1	3,3	2,5	0,3	1,0
Deflactor consumo hogares	2,8	3,1	3,6	3,4	3,6	3,2	3,7	-1,1	0,5
IPC	3,5	2,9	3,0	3,4	3,5	2,8	4,1	-0,4	0,9
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,3	0,9	0,9	1,2	1,3	0,6	0,8	-0,7	0,1
Remuneración por asalariado	3,3	3,6	3,0	3,7	4,0	4,5	6,1	3,9	1,8
Coste laboral unitario (CLU)	2,9	2,9	2,4	3,3	3,3	3,8	4,7	1,0	-0,3
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población activa, EPA	4,1	4,0	3,3	3,5	3,3	2,8	3,0	0,7	-1,1
Empleo EPA	3,0	4,0	3,9	5,6	4,1	3,1	-0,5	-6,9	-3,5
Variación en miles de personas	484	666	675	1002	774	608	-98	-1395	-668
Empleo CNTR (tiempo completo)	2,3	2,4	2,7	3,2	3,3	2,8	-0,6	-6,7	-3,3
Tasa de Paro	11,5	11,5	11,0	9,2	8,5	8,3	11,3	18,1	20,1
Productividad	0,4	0,7	0,6	0,4	0,7	0,7	1,5	2,9	2,1
<b>Sector Público</b>									
Deuda (% PIB)	52,5	48,7	46,2	43,0	39,6	36,2	39,7	54,0	64,0
Saldo AA.PP. (% PIB)	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,4	-10,3
<b>Sector Exterior</b>									
Saldo Comercial (% PIB)	-5,8	-5,9	-7,2	-8,6	-9,1	-9,4	-8,6	-3,9	-2,6
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-9,0	-10,0	-9,6	-5,6	-4,0
<b>Hogares</b>									
Renta disponible real	3,4	3,5	3,5	4,5	3,5	3,0	2,2	1,8	0,0
Renta disponible nominal	6,3	6,7	7,2	8,0	7,2	6,3	6,0	0,6	0,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	11,4	12,0	11,3	11,3	11,2	10,7	12,9	19,7	21,2

Fuente: organismos oficiales y SEE-BBVA

(\*) Contribución al crecimiento del PIB





## Interesados dirigirse a:

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

Depósito Legal: M-31254-2000

### Servicio de Estudios Económicos:

**Economista Jefe:**

José Luis Escrivá

**Economistas-Jefe de las Unidades:**

España y Europa: Rafael Doménech - r.domenech@grupobbva.com

España: Miguel Cardoso - miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa: Miguel Jiménez - mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México: Jorge Sicilia - j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos: Nathaniel Karp - nathaniel.karp@compassbank.com

México: Adolfo Albo - a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México: Julián Cubero - juan.cubero@bbva.bancomer.com

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo - teresa.ledo@grupobbva.com

Análisis Sectorial: Ana Rubio - arubiog@grupobbva.com

Escenarios Financieros: Daniel Navia - daniel.navia@grupobbva.com

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido - giovanni.diplacido@grupobbva.com

Tendencias Globales: David Tuesta - david.tuesta@grupobbva.com

**Economías Emergentes:** Alicia García-Herrero - alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal: Sonsoles Castillo - s.castillo@grupobbva.com

Sudamérica: Joaquín Vial - jvial@bbva.cl

Argentina: Gloria Sorensen - gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile: Alejandro Puente - apuente@bbva.cl

Colombia: Juana Téllez - juana.tellez@bbva.com.co

Perú: Hugo Perea - hperea@grupobbva.com.pe

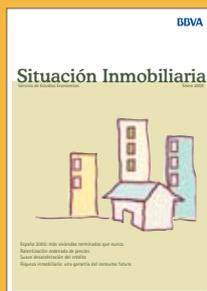
Venezuela: Oswaldo López - oswaldo\_lopez@provincial.com

**Asia:**

China:

Resto de Asia: Ya Lan Liu - yalan@bbva.com.hk

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.