

# Artículos de Prensa

Madrid,  
29 de noviembre de 2013  
**Análisis Económico**

## Expansión

**Miguel Cardoso**  
Economista Jefe de  
España de BBVA research

## Patrones de la recuperación

El INE publicó ayer los detalles de la contabilidad nacional y es importante separar el ruido de la señal.

En primer lugar, se ha confirmado que la economía ha dejado atrás el período de contracción económica. Sin embargo, el crecimiento fue todavía insuficiente para que se detuviera la destrucción de empleo y la probabilidad de recaída permanece elevada dado el magro aumento en el PIB. En cualquier caso, la tendencia en la variación del producto es positiva y los datos disponibles confirman que en el cuarto trimestre del año podría volver a observarse crecimiento.

En segundo lugar, es importante saber si los datos de demanda agregada nos pueden dar una señal acerca de si la recuperación que ahora comienza se puede consolidar durante los próximos trimestres. Un análisis detallado indica que la economía está replicando la mayoría de los patrones que se produjeron en recuperaciones previas, con algunas notables excepciones (ver la publicación Situación España de BBVA Research, cuarto trimestre 2013).

Así, en un cambio de ciclo "normal", el crecimiento sostenido del PIB viene precedido por el incremento de las exportaciones. En el pasado, este primer escalón hacia la recuperación ha sido un paso lógico ante entornos de reducción de la demanda interna y de devaluación de la moneda. Sin embargo, en esta ocasión, el crecimiento de las exportaciones (ahora más de un 20% por encima de su nivel pre-crisis) se ha basado en el proceso de devaluación interna, en la diversificación de destinos y en otros factores de competitividad que van más allá de la reducción observada de los costes laborales unitarios. Estos mecanismos muestran que las empresas han obtenido una mayor flexibilidad interna y, por lo tanto, incrementan la probabilidad de que las ganancias en cuotas de mercado en el exterior se mantengan.

Siguiendo con los factores que preceden al crecimiento del PIB, un año antes de la recuperación se observan normalmente aumentos en el excedente bruto de explotación. Lo anterior como consecuencia tanto del incremento en la productividad como de la caída de los salarios reales, lo que en su conjunto reduce los costes laborales por unidad producida. El aumento en el ahorro de las empresas, junto a un entorno de menor incertidumbre y la persistencia en el crecimiento de la demanda externa hacen que eventualmente aumente la inversión, particularmente la de maquinaria y equipo.

Todo lo anterior ya se viene produciendo en la economía española. En particular, el excedente bruto de explotación se ha incrementado un 3,3% desde 2011. Asimismo, la reducción de la prima de riesgo y unos objetivos de déficit más flexibles han disminuido considerablemente la incertidumbre que enfrentan familias y empresas. Por ejemplo, la prima de riesgo española es hoy en día 300 puntos básicos más baja que hace 15 meses. De igual forma, se calcula que mientras que en el período 2012-2013 se habrían tenido que implementar medidas por alrededor de 6,5% del PIB para reducir el déficit público al 6,8% (dado el deterioro cíclico de la economía y el aumento en el pago de intereses), en 2014 el esfuerzo fiscal será sólo de un 1,0% del PIB. Finalmente, la inversión en maquinaria y equipo ha crecido un 7,3% en términos anualizados durante los primeros tres trimestres del año, lo que sería evidencia del traspaso que se está observando desde la demanda externa, hacia la interna, lo que parece estar estabilizando el empleo y eventualmente fomentará su crecimiento el siguiente año.

Por último, es de esperar que este ciclo sea diferente, dados los desequilibrios que se observan en la economía española. El primero de estos es el del endeudamiento privado, que hará que el saldo vivo del crédito continúe cayendo aún después de iniciado el crecimiento del PIB. Lo importante aquí es que, aunque las amortizaciones sean superiores al flujo de nuevo crédito, este se recupere y se redirija hacia los sectores que lo necesitan. En segundo lugar, los excesos acumulados en el sector inmobiliario impedirán que éste actúe como impulsor del gasto privado, como se ha observado en anteriores recuperaciones. Ambos factores, en cualquier caso, limitarán la contribución de la demanda interna, lo que traerá una recuperación moderada.

Expectativas de bajo crecimiento llevan a pensar que sólo con reformas potentes se puede evitar un escenario donde la economía no recupere los niveles de producción y empleo que tenía en 2008, sino sólo hasta cuando menos 2020, lo que podría marcar más de una década perdida. Dado lo anterior, es necesaria la revaluación de algunas reformas y el impulso de nuevas que permitan mejorar las perspectivas de crecimiento a medio plazo.