

Situación España

4º TRIMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE ESPAÑA



01 Aunque la desaceleración prevista se confirma, el crecimiento se mantendrá cercano al 3%

02 El dinamismo de las exportaciones no se verá lastrado por la recuperación de la demanda doméstica

03 El aumento del ahorro empresarial, heterogéneo por tamaño de empresa, estimula la inversión

04 Reducir el déficit público exige la adopción de reformas que incrementen la recaudación

Índice

1 Editorial	3
2 Desaceleración del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016	5
3 Perspectivas de crecimiento de la economía española	7
4 La recuperación económica no será suficiente para cumplir con los objetivos de estabilidad	23
Recuadro 1. ¿Afecta la evolución de la demanda doméstica al crecimiento de las exportaciones?	27
Recuadro 2. España: la evolución del ahorro de las empresas	33
Recuadro 3. La política fiscal en la salida de la crisis	40
5 Cuadros	48

Fecha de cierre: 6 de noviembre de 2015

1 Editorial

La evolución de la economía española ha confirmado las expectativas que se tenían hace tres meses y, en ausencia de cambios en el escenario internacional o en las políticas a implementar, se mantiene la previsión de crecimiento del PIB en el 3,2% para 2015 y en el 2,7% en el 2016. En particular, la producción continúa aumentando a un ritmo elevado y que supera el 3% en términos anualizados. En línea con lo previsto, esto supone una desaceleración de la actividad respecto a las cifras observadas durante la primera parte del año, cuando la economía crecía a tasas anuales cercanas al 4%. Las razones detrás de este menor crecimiento son varias e incluyen la ralentización de la demanda mundial, el agotamiento de algunos factores cíclicos y el aumento de la incertidumbre, en parte ligada al ciclo electoral español. En todo caso, se espera que los vientos de cola que continúan apoyando la recuperación prevalezcan, y que el crecimiento se mantenga en niveles entre el 2,5 y el 3% durante los próximos trimestres. Los riesgos sobre este escenario están asociados a una menor expansión de la economía mundial y a la volatilidad que pueda producir en la demanda doméstica la incertidumbre sobre las políticas económicas hacia delante.

El crecimiento continúa mostrando tasas relativamente elevadas, apoyado en el dinamismo de la demanda interna, pero también en las exportaciones. Así, en el tercer trimestre del año, el PIB aumentó el 0,8% respecto al segundo, lo que implica que la economía sigue aumentando su producción a tasas por encima del 3,0% en términos anualizados. La información disponible a cierre de esta publicación apunta a que el consumo privado continúa siendo el principal soporte del buen comportamiento de la demanda interna. Además, el buen desempeño de las exportaciones y de la inversión en maquinaria y equipo es síntoma de que el mayor peso de ambos factores en la demanda agregada es una tendencia que se mantendrá en el tiempo. Por ejemplo, aunque la caída del gasto de los hogares y empresas explica una parte del aumento de las exportaciones durante la crisis (alrededor de un 40%), el impacto parece ser asimétrico, ya que en la recuperación el efecto de la mayor demanda interna sobre las ventas a otros países no ha sido significativo (véase el Recuadro 1). Asimismo, el fuerte incremento de la inversión en maquinaria y equipo desde el primer trimestre de 2013 sobrepasa ya el 30% y es 3 veces mayor que el observado en el conjunto de la UEM durante dicho período. Parte de esta mejora se puede explicar por el aumento del ahorro de las empresas, que utilizando distintos instrumentos y dependiendo de su tamaño, han podido reducir su endeudamiento a diferente escala y generar los recursos necesarios para poder invertir (véase el Recuadro 2). Esto apunta a que durante los próximos meses la capacidad exportadora de la economía española continuará creciendo y que, en ausencia de restricciones de demanda, la internacionalización de las empresas se mantendrá.

La desaceleración durante el segundo semestre del año en curso está en línea con lo esperado, mientras que las causas que la explican parecen ser varias. Como ya se anunciaba en las últimas publicaciones de Situación España, el crecimiento habría alcanzado su velocidad máxima durante el primer semestre de 2015. Las razones detrás de la ralentización en el 2S15 van desde una demanda global más débil, pasando por el agotamiento de algunos impulsos, hasta el aplazamiento de algunas decisiones de consumo e inversión relacionadas con el intenso calendario electoral. Por ejemplo, aunque la economía china representa apenas un 2% de las exportaciones españolas, este peso se ha doblado durante la crisis. Más aún, el impacto indirecto a través de la dependencia que sí exhiben economías emergentes o algunos socios clave como Alemania podría estar ralentizando el crecimiento de las exportaciones de bienes¹. Asimismo, algunos impulsos sobre la competitividad de las empresas españolas no han sido tan elevados

1: Para un análisis más detallado, véase Observatorio Económico España Septiembre 2015 BBVA Research, "España: potenciales canales de transmisión de shocks de actividad en China y Grecia", disponible <https://goo.gl/DQFAVs>

como previamente se esperaba. Aquí cabe destacar la depreciación del tipo de cambio, principalmente respecto a monedas de países emergentes, donde la mayor incertidumbre ha traído una reversión de dicha tendencia.

Es posible que una parte del aumento del gasto en consumo de las familias durante la recuperación se haya producido gracias a una demanda potencial acumulada durante un largo período de incertidumbre. El aumento de dos dígitos que se ha observado en algunas partidas del gasto privado como la compra de automóviles, es muy superior a la mejora que muestran la renta bruta disponible o la riqueza de las familias. Más aún, la recuperación del consumo ha sido desigual. Ha aumentado en aquellos hogares con ingresos medios o elevados y se ha mantenido o, incluso, reducido en los de menores recursos. El agotamiento de esta demanda embalsada, concentrada en cierto tipo de hogares, hará que durante los próximos trimestres dichas partidas del consumo exhiban aumentos más en línea con sus fundamentales.² Finalmente, aunque ha revertido parcialmente en las últimas semanas, el deterioro relativo en la percepción de riesgo sobre la economía española, producto de la incertidumbre política, ha supuesto un aumento del coste de emisión de deuda para el Tesoro español en relación con el italiano. De mantenerse o empeorar esta situación durante los próximos meses, la economía española podría empezar a sacrificar crecimiento y creación de puestos de trabajo.

Se espera que la recuperación continúe, y que la economía siga mostrando tasas de crecimiento entre el 2 y el 3% en términos anualizados durante los siguientes trimestres. Las razones detrás de lo anterior son, en primer lugar, el mantenimiento de un entorno global lo suficientemente favorable para apoyar la continuación del proceso expansivo. Así, aunque el crecimiento mundial se mantendrá en 2015 y 2016 por debajo de su promedio histórico, se espera una moderada aceleración del mismo durante los próximos trimestres. De especial importancia será el mejor desempeño relativo que se espera de las economías desarrolladas, en particular de la europea. En segundo lugar, el precio del petróleo continúa en niveles relativamente bajos, lo que debería contribuir a mantener la competitividad de las empresas españolas y la renta disponible de los hogares. Por último, el cambio de tono en las políticas de demanda se consolida, en particular en la monetaria, donde el Banco Central Europeo podría anunciar en diciembre medidas adicionales que garanticen una recuperación más intensa del crédito y de la demanda interna, además de la convergencia al objetivo de inflación. Todo esto se refleja en el hecho de que la economía española continúa mostrando tasas de crecimiento elevadas. En particular, se estima que durante el cuarto trimestre de 2015, el PIB habría aumentado el 0,7% respecto al trimestre anterior.

España se encuentra en un círculo virtuoso donde confluyen el crecimiento, la baja inflación y el desapalancamiento frente al resto del mundo en una suerte de “divina coincidencia”.³ Hacia delante, es importante mantener esta trinidad de factores y reconocer qué parte de esta situación es temporal y responde a la disminución del precio del petróleo y de los tipos de interés. Sin embargo, sería poco recomendable ignorar que llegar a este punto ha sido también el resultado de la implementación de medidas estructurales cuya continuación es necesaria. Por ejemplo, aunque el ahorro de las Administraciones Públicas muestra cada vez un desequilibrio menor, por delante todavía queda un importante camino por recorrer (véanse la Sección 3 y el Recuadro 3). Asimismo, las mejoras que se han observado en el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios durante los últimos años explican que el comportamiento de la inversión sea mejor que el exhibido por otras economías del entorno. Persistir en la reducción del déficit y de la deuda pública, así como reducir permanentemente el desempleo y mantener la ventaja competitiva que se ha logrado a través de la implementación de reformas ambiciosas, constituyen los retos más importantes a los que se enfrentará el nuevo Gobierno.

2: Para más información, véase BBVA Research (2015), Situación Consumo, Primer semestre de 2015, disponible en <https://goo.gl/cKnbQF>.

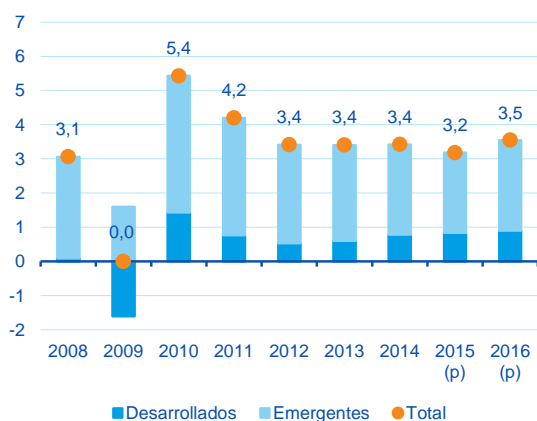
3: Blanchard y Galí (2007) utilizan el término para referirse a situaciones en las que la relación entre inflación y la brecha de producto relevante para el bienestar es tal que puede estabilizarse la segunda con políticas monetarias que controlen la inflación. Véase Blanchard, O., and J. Galí (2007). "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model". *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39(1), pp. 35-65.

2 Desaceleración del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016⁴

Según las estimaciones de BBVA Research⁵, en el 3T15 el PIB mundial habría crecido a un ritmo menor al previsto, aunque similar al observado a principios de año (0,6% trimestral, 2,4% anual), por lo que encadenaría cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al promedio registrado entre 2010 y 2014. Esto se explica por la progresiva desaceleración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China provocaron un repunte de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas. De esta manera, el PIB mundial podría cerrar 2015 con un avance anual del 3,2% (dos décimas menos que lo pronosticado hace tres meses), el más reducido desde 2009 (Gráfico 2.1). Así, la recuperación gradual del bloque desarrollado no lograría compensar la moderación del emergente que, de confirmarse nuestras previsiones, avanzaría apenas el 4% anual tras un crecimiento medio en los cinco años precedentes superior al 5,5%.

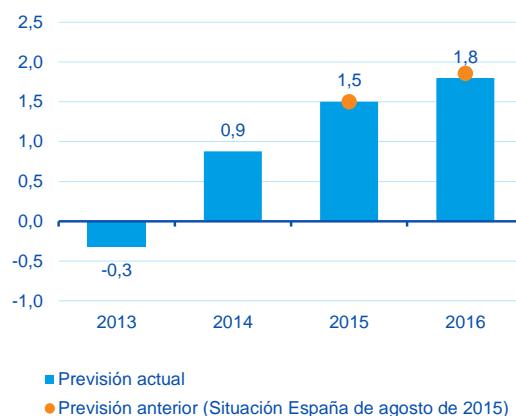
Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables, sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes. Como resultado, el crecimiento mundial podría repuntar hasta el 3,5%, tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre. Sin embargo, la intensificación reciente de algunos de los focos de riesgo con mayor impacto global, como la desaceleración del sector manufacturero chino y sus repercusiones sobre el ciclo de materias primas y el comercio mundial, eleva la incertidumbre y acentúa los riesgos a la baja para la recuperación de los países con mayor dependencia de la demanda y el ahorro externos. El potencial deterioro en las perspectivas de crecimiento a medio plazo de economías desarrolladas como EE. UU. también es un factor a considerar en las perspectivas de crecimiento global.

Gráfico 2.1
Crecimiento del PIB mundial (%)



(p): previsión
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Eurozona: crecimiento económico (%)



Fuente: BBVA Research

4: Para un mayor detalle, véanse las publicaciones Situación Global y Situación Europa de BBVA Research, correspondientes al cuarto trimestre de 2015, disponibles en: <https://www.bbva.com>
5: Estimación basada en el indicador de actividad global (GAIN) de BBVA Research. Detalle metodológico en <http://bit.ly/1n15Rln>

Eurozona: resistencia de la demanda doméstica y BCE listo para evitar la recaída de la inflación

En la eurozona, la recuperación económica prosigue aunque no se intensifica, tal y como se preveía hace unos meses. Las tasas de avance trimestral del PIB se estabilizan en el rango del 0,3-0,4%, lo que mantiene la expectativa de que el crecimiento anual puede alcanzar el 1,5% en 2015. **La reducción del precio del petróleo, los bajos tipos de interés y la recuperación incipiente de los nuevos flujos de crédito privado explican el avance de la demanda doméstica y, en particular, del consumo.** La mejora de la inversión en capital fijo continúa siendo tenue pese a las señales positivas que arrojan los indicadores de confianza empresarial y la relajación de las condiciones de financiación. El buen comportamiento relativo mostrado por las exportaciones de bienes en el conjunto del área contrasta con el mayor estancamiento del comercio mundial, en parte debido a que el 60% del comercio de la eurozona se realiza con países desarrollados. La depreciación del euro también puede estar favoreciendo la competitividad de las ventas al exterior.

Aunque **el balance de riesgos para el crecimiento del área sigue sesgado a la baja**, tanto por la incertidumbre que existe acerca del crecimiento global como por la persistencia de elementos de vulnerabilidad idiosincrásica (principalmente, la inestabilidad política asociada a los procesos electorales en marcha y cierto retraso en la implementación de reformas estructurales en algunas economías clave), **el PIB de la eurozona podría incrementar su ritmo de avance en 2016 hasta el 1,8%**, apenas una décima menos que lo esperado el trimestre anterior. **Italia y Francia, con tasas de crecimiento todavía reducidas en 2015, explicarían el relanzamiento del conjunto**, hasta el momento sustentado en la recuperación de los países periféricos.

Pese a ello, la mejora de la actividad continúa siendo gradual y no trae aparejado un repunte de las expectativas de precios. Los registros contemporáneos de inflación han vuelto a responder a la caída de los precios energéticos observada en los últimos meses, por lo que la tasa general se mantendrá próxima al 0% hasta finales de año y al 1% en 2016. Por el momento, la inflación subyacente se ha estabilizado en cotas ligeramente inferiores al 1%.

La acentuación de los riesgos a la baja para las previsiones de inflación, en gran medida debido al abaratamiento de los bienes importados, **junto con la apreciación reciente del euro vuelven a cuestionar el margen de mejora de las condiciones monetarias en la eurozona. La sensibilidad del BCE a este escenario es elevada y justificaría la adopción de nuevas medidas de estímulo a corto plazo**, tal y como ha anticipado. La combinación de recortes adicionales de los tipos de interés de referencia (probablemente, de la facilidad marginal de depósito) y la ampliación del programa de compra de deuda (en extensión y/o cantidad de liquidez inyectada) perseguiría el anclaje de los tipos de interés a largo plazo en niveles reducidos durante más tiempo y una cierta depreciación del euro que contenga las presiones deflacionistas.

3 Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación continúa, a pesar de la desaceleración en el corto plazo

Tal y como se adelantaba en la anterior publicación de esta revista, **la economía española cerró el tercer trimestre de 2015 con una ligera moderación del crecimiento trimestral que, probablemente, se está extendiendo durante el cuarto**. Las razones detrás de la desaceleración que se está observando son varias, e incluyen el deterioro de las expectativas de crecimiento global (principalmente en los países emergentes), el agotamiento de algunos impulsos cíclicos y el aplazamiento de algunas decisiones de gasto dado el intenso calendario electoral.

No obstante, las cifras de crecimiento que se esperan para el segundo semestre siguen siendo sólidas (cerca de al 3,0% anualizado), y se apoyan en elementos tanto externos como internos. Entre los primeros, **los reducidos precios del petróleo, la mejora paulatina de la demanda europea y, sobre todo, la política monetaria del BCE**, que propicia un contexto favorable de tipo de cambio del euro y de tipos de interés. Al respecto, la autoridad monetaria adelantó que a partir de diciembre podrían anunciarse medidas adicionales que garanticen una recuperación más intensa del crédito y de la demanda interna, además de la convergencia de los precios al objetivo de inflación.

Respecto a los condicionantes internos, cabe notar que **la recuperación que experimenta la demanda desde mediados de 2013 se apoya no sólo en elementos transitorios** (como los impulsos fiscales), sino en elementos estructurales que seguirán fomentando el crecimiento de la actividad en el medio plazo. Entre estos, se encuentran las reformas y, también, los cambios en la estructura productiva: por ejemplo, la reorientación de la inversión hacia los componentes de equipo y maquinaria (apoyada, en parte, en el aumento del ahorro empresarial) o el incremento de la presencia de productos españoles en el exterior (motivado, en parte, por el deterioro de los mercados internos durante la crisis).

En resumen, los datos de coyuntura de los primeros nueve meses del año, junto con los cambios en el entorno exterior y la política económica (principalmente la monetaria), **permiten mantener la previsión de crecimiento del PIB de España para 2015 y 2016 (en el 3,2% y en el 2,7%, respectivamente)**. Este ritmo de expansión podría dar lugar a una creación neta de empleo en torno al millón de puestos de trabajo al final del periodo, con una tasa de paro, cercana al 20% a finales de 2016⁶.

El crecimiento trimestral de la economía española se desacelera

A falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB, publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), indicó que **la economía española creció el 0,8% t/t en el 3T15⁷, ligeramente por encima de lo anticipado hace tres meses (BBVA-Research: 0,7% t/t)**. De confirmarse esta estimación, el ritmo de expansión trimestral de la actividad se habría moderado en 0,2pp -tras dos años de constante aceleración-, dando lugar a un aumento interanual del 3,4% (3,1% a/a en 2T15). En lo que respecta a la composición, los indicadores parciales de coyuntura señalan que **la demanda doméstica habría explicado el crecimiento trimestral del PIB en su totalidad**, mientras que la externa habría hecho una contribución nula (véase el Gráfico 3.1).

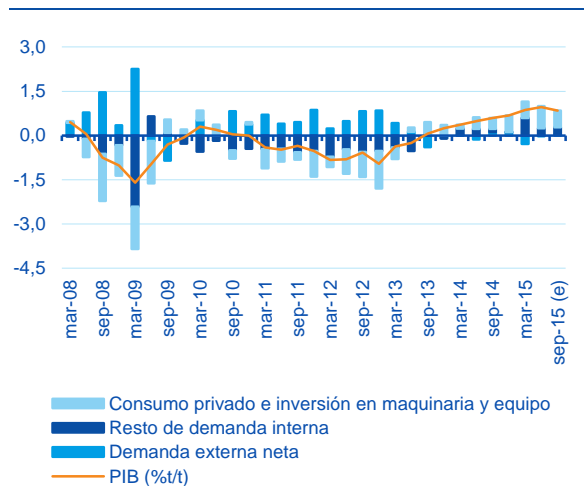
De cara al cuarto trimestre, la información disponible sugiere que **la recuperación de la economía española continúa, si bien, a un ritmo algo menor que el observado en el tercer trimestre (previsión**

6: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo anual del 3,1% y la tasa de paro se situará en torno a 20,5% en 2016.

7: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 3T15 se publicará el próximo 26 de noviembre, siendo posible la revisión de la estimación avance.

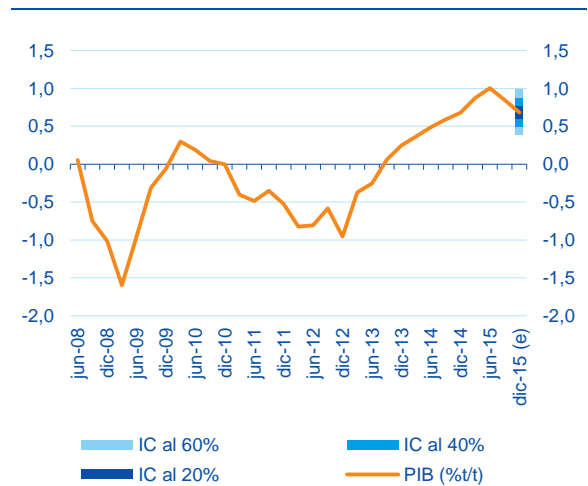
MICA-BBVA⁸: 0,7% t/t (véase el Gráfico 3.2). Esta trayectoria es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)⁹, que siguen evidenciando una desaceleración de las expectativas de crecimiento (véanse los Gráficos 3.3 y 3.4).

Gráfico 3.1
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



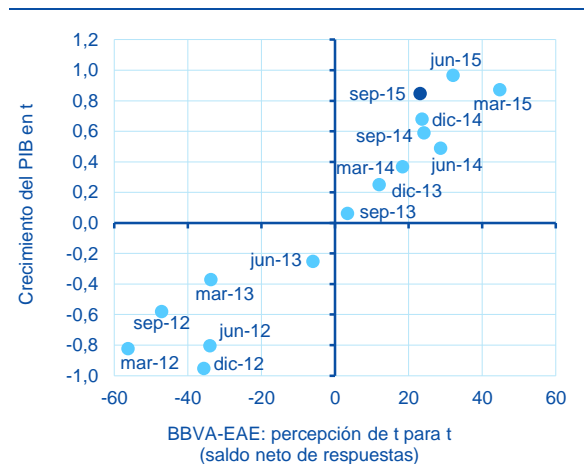
(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



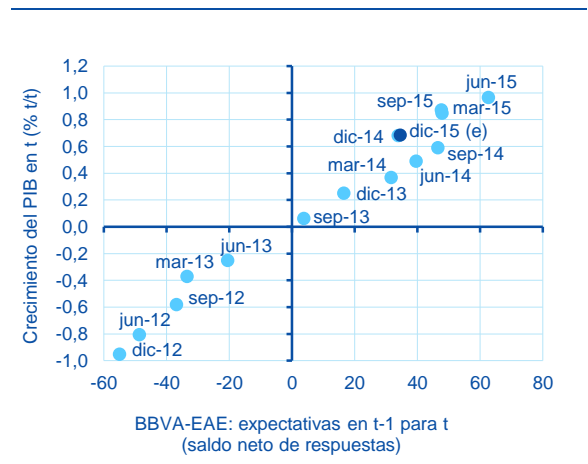
(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.3
España: crecimiento económico y percepción de los participantes en la EAE-BBVA



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.4
España: crecimiento económico y expectativas de los participantes en la EAE-BBVA en el trimestre anterior



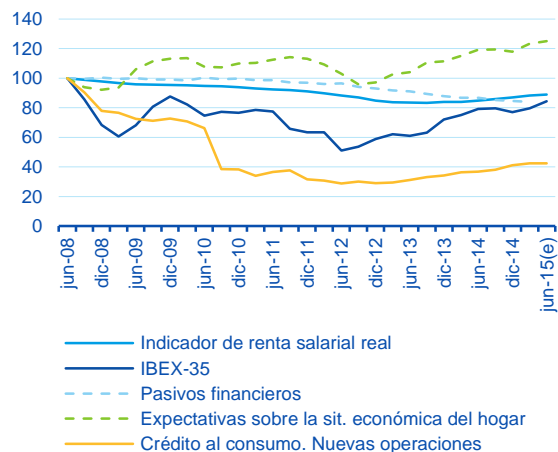
(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de INE

8: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: <http://goo.gl/zeJm7g>
9: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/epUinr>

El dinamismo de la demanda doméstica privada se modera

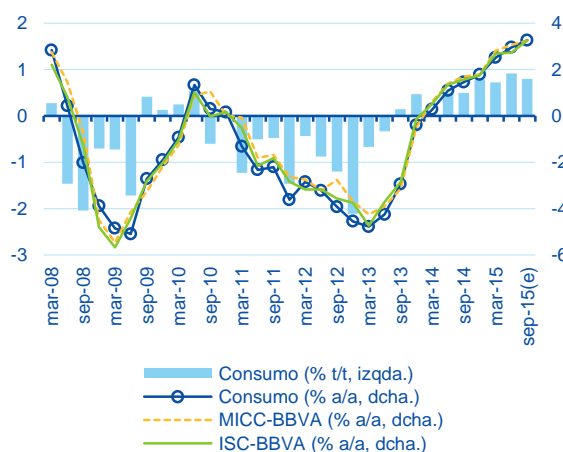
Los indicadores de consumo, tanto de bienes como de servicios, sugieren que **el gasto de los hogares habría aumentado en el tercer trimestre del 2015, pero menos que en el precedente**. A pesar de que la creación de empleo se ralentizó entre julio y septiembre, la renta disponible de las familias habría vuelto a crecer favorecida por la reforma del IRPF¹⁰. El descenso previsto de los pasivos financieros y el incremento del precio de la vivienda habrían compensado la reducción de las cotizaciones bursátiles, por lo que la riqueza neta habría repuntado. Además del avance de sus fundamentos, el consumo privado también se ha visto beneficiado por el crecimiento de las nuevas operaciones de crédito, mientras que la percepción de los hogares sobre la situación económica continúa siendo favorable¹¹ (véase el Gráfico 3.5). En consecuencia, tanto el indicador sintético de consumo (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo (MICC-BBVA) señalan que **el gasto de los hogares se habría incrementado en torno al 0,8% t/t (3,2% a/a) en el 3T15, una décima menos que en el 2T15** (véase el Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5
España: determinantes del consumo
(Datos CVEC. 2T08 = 100)



(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de MINECO, Datastream, CE y BdE

Gráfico 3.6
España: datos observados y previsiones
en tiempo real del consumo de los hogares



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

La inversión en maquinaria y equipo habría vuelto a crecer en el tercer trimestre del año, aunque de manera menos intensa que en el segundo. A pesar de que las condiciones financieras siguen siendo relativamente favorables, la incertidumbre política y las expectativas de desaceleración tanto de la demanda interna como de la externa justifican la ralentización de la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Así lo confirman los indicadores parciales de coyuntura que, tras la sorpresa positiva del segundo trimestre, señalan una pérdida de tracción de esta partida de la demanda: las mejoras de las ventas de vehículos industriales fueron compensadas, en parte, por el recorte de la cartera de pedidos de bienes de equipo, la corrección a la baja de la confianza industrial y la desaceleración de las importaciones de capital. Con ello, el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) estima que **en el 3T15 la inversión en maquinaria y equipo habría crecido en torno al 1,5% t/t (9,6% a/a)** (véase el Gráfico 3.7).

Aunque **los principales indicadores de la inversión residencial arrojaron señales mixtas en el 3T15**, el balance de la información señala que la desaceleración también tocó a esta partida de la demanda. Si bien la iniciación de viviendas podría haberse acelerado ligeramente, la creación de empleo en el sector de la

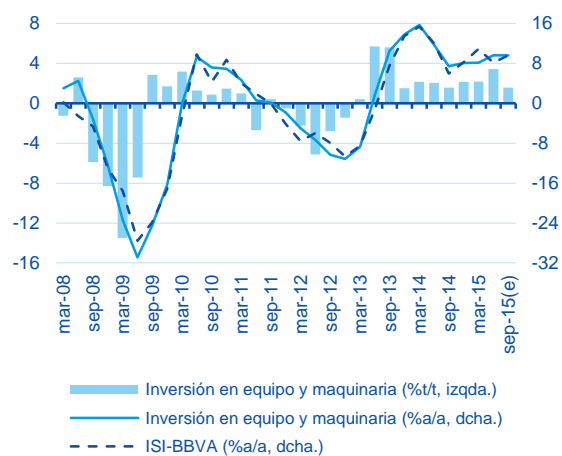
10: Una estimación de las repercusiones de la reforma del IRPF (en vigor desde enero de 2015), sobre la renta de los hogares se puede encontrar en el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre del 2014, disponible en: <http://goo.gl/0Clnbl>

11: La percepción de los hogares sobre la situación de la economía española está en máximos históricos y sobre su situación financiera, en niveles de 2001.

construcción se atenúo de forma significativa. Por otro lado, el consumo de cemento y la confianza de los empresarios experimentaron una caída respecto al trimestre anterior. En resumen, el indicador sintético de inversión en construcción de vivienda (ISCV-BBVA) muestra **una reducción de la tasa de expansión hasta el 1,0% t/t (3,5% a/a)**, con la que, en todo caso, este componente de la inversión encadenaría seis trimestres con crecimiento positivo (véase el Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7

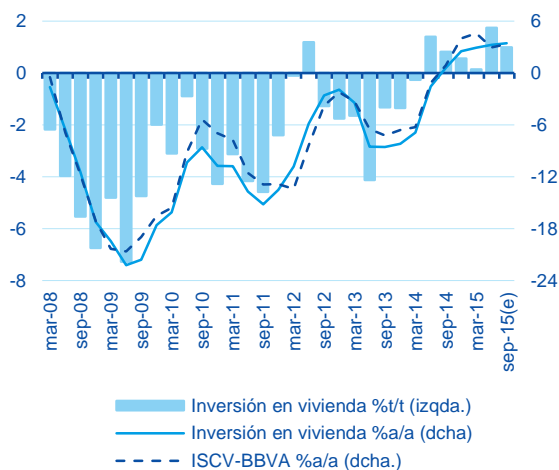
España: datos observados y estimaciones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria



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

Gráfico 3.8

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



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

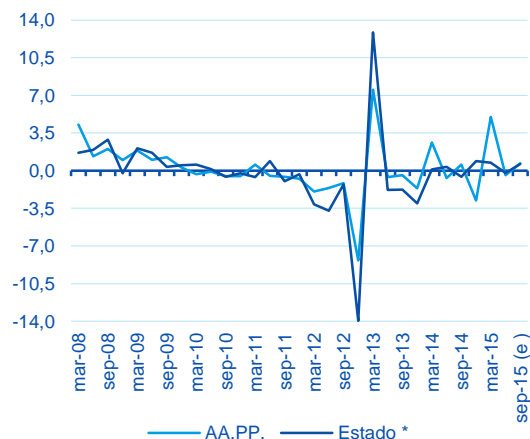
La demanda pública muestra un menor impulso que el observado en el primer semestre

Tras el repunte observado al arranque del año, se estima que la demanda pública está moderando su crecimiento. Una vez corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario (CVEC), los datos de ejecución presupuestaria del Estado muestran un aumento marginal del consumo público nominal en el 3T15, similar al del 2T15, y significativamente por debajo del observado hasta el 1T15 (véase el Gráfico 3.9). De igual forma, se estima que **el gasto real de las administraciones públicas habría cerrado el tercer trimestre de 2015 en positivo, aunque el crecimiento habría sido moderado (0,3% t/t; 2,0% a/a)** y cercano al registrado en el trimestre precedente. Al respecto, los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) sugieren que el **componente salarial habría contribuido a la expansión del gasto del conjunto de las administraciones.** De hecho, el número de asalariados del sector público se incrementó un 0,3% t/t CVEC durante el tercer trimestre del año, tras la caída del 0,1% en el 2T15 (véase el Gráfico 3.10).

Por su parte, la reducción de la licitación oficial registrada en los nueve primeros meses de 2015 apunta a una moderación de la inversión pública, tras la recuperación del primer semestre del año. En consecuencia, se estima que **la inversión en construcción no residencial habría moderado su dinamismo, con un crecimiento en el tercer trimestre del año en torno al 0,8% t/t (7,3% a/a).**

Gráfico 3.9

España: datos observados y estimaciones del consumo público nominal (% t/t, datos CVEC)



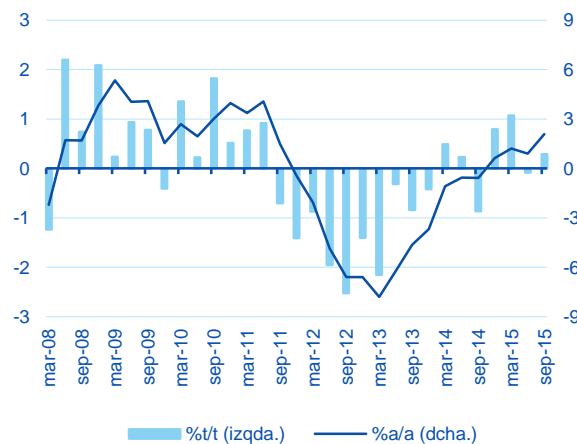
(e): estimación

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

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 3.10

España: asalariados del sector público (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

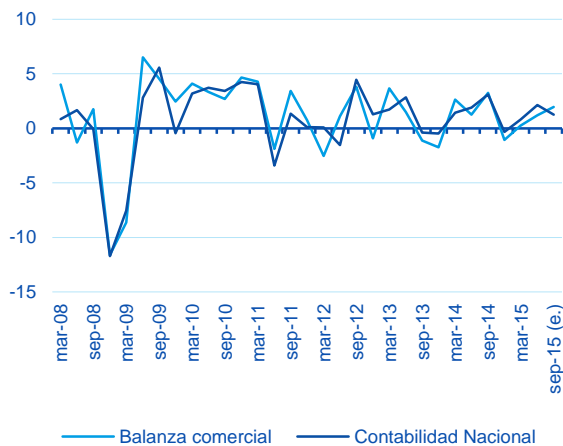
El buen comportamiento del turismo no evita la desaceleración de las exportaciones

El tercer trimestre del año estuvo marcado por una **coyuntura global algo menos favorable para las exportaciones españolas**. Si bien los costes de transporte se mantuvieron reducidos (gracias a la nueva caída del precio del petróleo), el tipo de cambio del euro se apreció y el crecimiento de la demanda global decepcionó (principalmente en los países emergentes, con China a la cabeza)¹². En concordancia, se moderó el tono positivo de las expectativas industriales (cartera de exportaciones) y se observaron signos de desaceleración en los indicadores de ventas exteriores de grandes empresas y la balanza comercial. En resumen, la información disponible sugiere que, **tras el repunte observado en el 2T15 (2,1% t/t), el crecimiento de las exportaciones de bienes se contuvo hasta el 1,3% t/t (3,9% a/a) en el 3T15**.

El comportamiento de las exportaciones totales de servicios durante el tercer trimestre fue modesto (0,5% t/t; 4,2% a/a) pero, en todo caso, compara positivamente respecto al del trimestre precedente (-0,3% t/t). Tras la caída observada en el 2T15, las exportaciones de servicios no turísticos se habrían expandido durante el 3T15 (0,5% t/t; 4,0% a/a), a pesar de las señales adversas que arroja el desglose de la balanza de pagos hasta agosto. Por el contrario, se estima que el consumo de no residentes en el territorio nacional habría crecido de nuevo con fuerza (1,7% t/t; 4,3% a/a), lo que mantiene al sector turístico en niveles de actividad récord. Al respecto, la entrada de turistas habría aumentado el 2,7% t/t CVEC entre junio y septiembre, mientras que el gasto real realizado por éstos lo habría hecho el 1,2% CVEC.

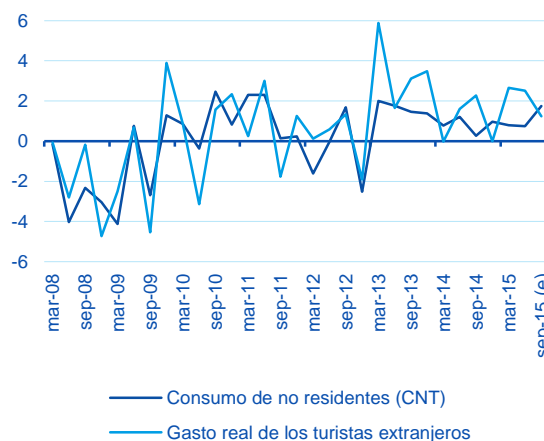
12: Para más detalles sobre los potenciales canales de transmisión de shocks de actividad en China y Grecia, véase el Observatorio Económico de España de septiembre de 2015, disponible en: <https://goo.gl/qlgDn4>

Gráfico 3.11
España: indicadores de las exportaciones de bienes (% t/t, datos CVEC)



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

Gráfico 3.12
España: indicadores de las exportaciones de servicios turísticos (% t/t, datos CVEC)



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

En línea con el comportamiento de la demanda final, la información disponible al cierre de esta revista sugiere que **el crecimiento de las importaciones se desaceleró en el 3T15 (1,1% t/t; 4,8% a/a)**. No obstante, el crecimiento habría sido suficiente para compensar el avance de las exportaciones totales (1,2% t/t; 3,9% a/a), y habría dado lugar a una **contribución nula de la demanda externa neta al crecimiento trimestral de la economía española**.

La evolución de los agregados del sector exterior contribuyó a la reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente durante el tercer trimestre del año. Se estima que, tras mejorar dos décimas en el trimestre precedente, el saldo superavitario se moderó una décima hasta el 1,3% del PIB en acumulado anual durante el 3T15.

La creación de empleo se ralentiza

El dinamismo del mercado de trabajo se atenuó en el 3T15. Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación media a la Seguridad Social encadenó ocho trimestres de crecimiento, pero el aumento del número de cotizantes se redujo ocho décimas, hasta el 0,3% t/t CVEC. Del mismo modo, el descenso del paro registrado se moderó hasta el -1,7% t/t entre julio y septiembre, frente al 2,6% t/t en el 2T15 (véase el Gráfico 3.13)¹³.

La Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 3T15 confirmó la evolución del empleo apuntada por los registros de afiliación. En términos brutos, la ocupación aumentó en 210.200 personas entre julio y septiembre, algo más de lo anticipado por BBVA Research¹⁴. Corregida la estacionalidad del periodo, el empleo creció en torno al 0,6% t/t, cuatro décimas menos que en el segundo trimestre.

El sector privado y, en particular, los servicios lideraron la creación de empleo entre julio y septiembre, sobre todo de naturaleza temporal. El repunte del número de asalariados con contrato temporal (186.600 personas) y la caída de la contratación indefinida (18.800 de personas) provocaron un

13: Los registros de octubre confirman la mejora esperada del mercado de trabajo tras la debilidad en los meses centrales del año. Descontada la estacionalidad, las estimaciones de BBVA Research indican que el aumento de la afiliación se situó en torno a las 32 mil personas, mientras que la caída del desempleo fue de 15 mil. Para más información, véase <https://goo.gl/QMkQDg> ensombrece-la-mejora-de-los-restantes-sectores/

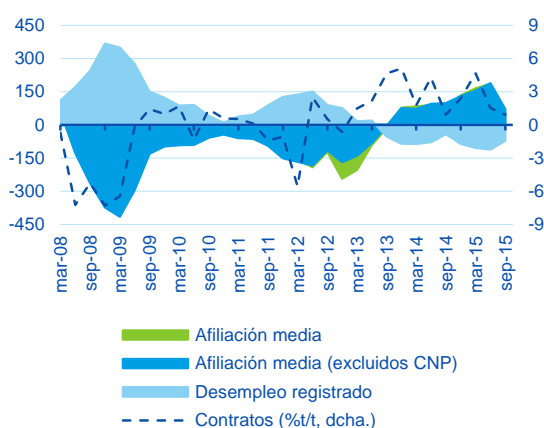
14: La evaluación detallada de los datos de la EPA del 3T15 se encuentra en <https://goo.gl/fxMqF8>

incremento de 1,1 puntos de la tasa de temporalidad hasta el 26,2%. Descontada la estacionalidad, el porcentaje de asalariados con contrato temporal ha crecido tres puntos porcentuales desde su mínimo cíclico alcanzado en el primer trimestre del 2013.

El aumento de la ocupación y el retroceso de la población activa (-116.000 personas), mayor que el esperado, propiciaron un **descenso de la tasa de desempleo hasta el 21,2% (21,7% CVEC)**. Desde su máximo cíclico en el 1T13, la tasa de desempleo CVEC ha disminuido casi cinco puntos porcentuales (véase el Gráfico 3.14).

Gráfico 3.13

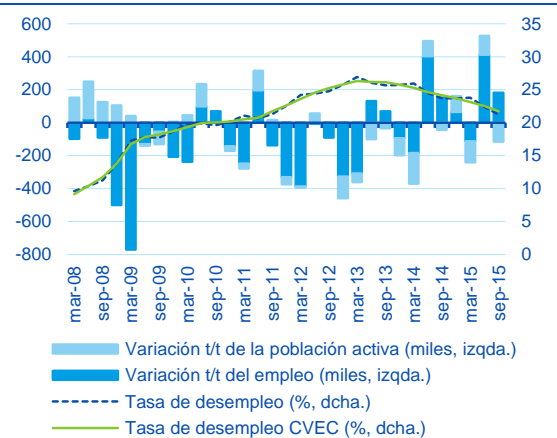
España: registros del mercado laboral (variación trimestral en miles de personas salvo indicación contraria, datos CVEC)



CNP: cuidadores no profesionales
Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.14

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La contención de precios y costes prosiguió en el 3T15, a lo que contribuyó la caída del precio del petróleo

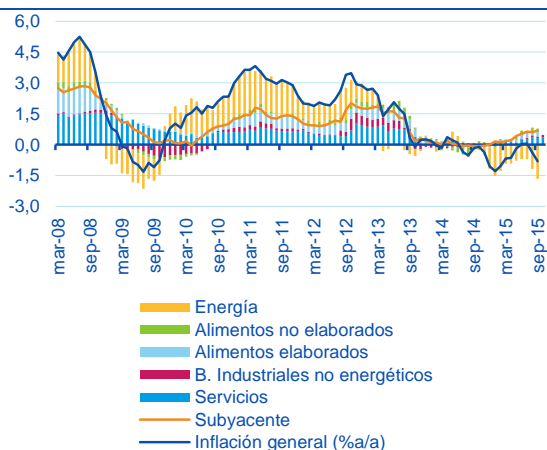
Los precios generales al consumo volvieron a terreno negativo durante el tercer trimestre, hasta situarse en el **-0,9% a/a en septiembre**¹⁵. Dicha evolución se correspondió con la reducción del componente energético (-13,6% a/a en septiembre) derivada, principalmente, del nuevo descenso de los precios del petróleo (hasta cerca de los 50 dólares por barril al cierre de este informe). A pesar de la menor inflación importada, **los precios subyacentes mantuvieron una trayectoria de crecimiento estable (en torno al 0,8% a/a)**, a lo que seguiría contribuyendo la mejora de la demanda doméstica (a pesar de su desaceleración) y la política monetaria implementada por el BCE. Así, la contribución de la inflación subyacente al crecimiento interanual de los precios se situó, en septiembre, cerca de los 0,7pp, mientras que la del componente residual en los -1,5pp (energía: -1,7pp y alimentos no elaborados: 0,2pp) (véase el Gráfico 3.15).

De acuerdo con las estimaciones de BBVA Research, la estabilización de los precios subyacentes en la economía española continua teniendo lugar en un entorno inflación reducida en Europa y recuperación de la competitividad-precio en España. Así, **el diferencial de inflación respecto a la zona del euro, medido en**

15: El indicador adelantado del IPC veló un descenso marginal de la inflación general en octubre debido a la caída en el precio de los carburantes. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente podría haberse mantenido entre el 0,6% a/a y el 0,7% a/a. Para más detalles véase <https://goo.gl/oLilby>

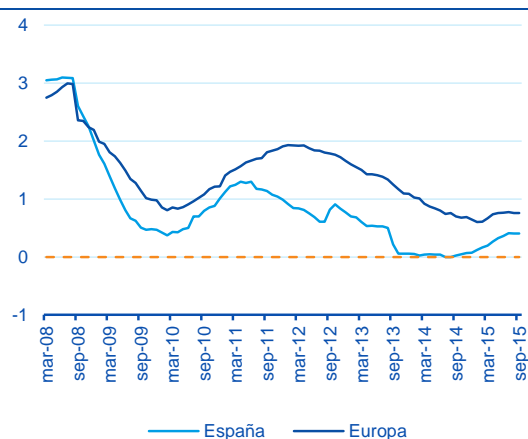
términos del componente tendencial, se mantiene favorable a España en torno a los -0,4 pp (véase el Gráfico 3.16)¹⁶.

Gráfico 3.15
España: contribución al crecimiento del IPC (pp a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.16
UEM: inflación tendencial (método de medias podadas, % a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Las demandas salariales se mantuvieron estables durante el tercer trimestre pese al repunte de la inflación subyacente. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo aumentó en torno al 0,7% a/a entre julio y septiembre en los convenios revisados plurianuales y el 0,8% en los firmados a lo largo del año en curso (525 hasta septiembre), que vinculan a 1.643.000 trabajadores¹⁷ (véase el Gráfico 3.17). Con todo, el crecimiento salarial medio pactado hasta septiembre es menor que el 1%, cifra establecida como límite máximo en el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el año 2015¹⁸.

Como ilustra el Gráfico 3.18, la moderación salarial evidenciada tras la entrada en vigor de la reforma laboral en el 1T12 ha supuesto una ganancia acumulada de competitividad-coste respecto a la UEM del 4,5%.

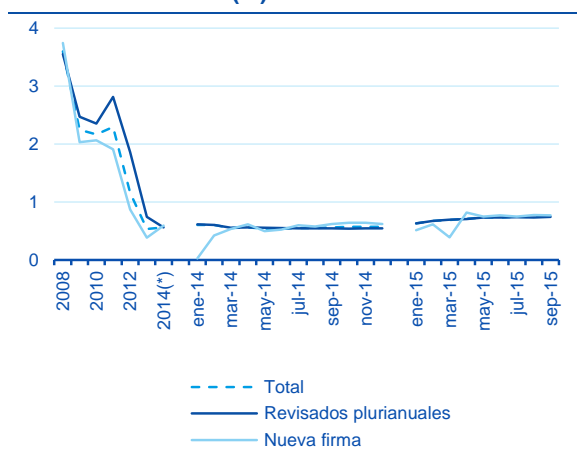
16: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/j0r1T8>

17: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo supera los 5,1 millones hasta septiembre cuando se incorporan los afectados por los convenios firmados antes del 2015 (3.520.000). Esta cifra es un 23% mayor que la registrada hasta septiembre del 2015.

18: El III AENC, suscrito a comienzos de junio por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, establece un conjunto de recomendaciones que orientará la negociación de los convenios colectivos durante los próximos tres años. Al igual que el precedente, el III AENC fija límites a los incrementos salariales pactados en convenio colectivo. En 2015 no podrán superar el 1% y en 2016, el 1,5%. El aumento en 2017 dependerá de la evolución del crecimiento del PIB en 2016 y de las previsiones macroeconómicas del Gobierno. Si bien el acuerdo no impone explícitamente la inclusión de cláusulas de revisión salarial, sí indica que el crecimiento salarial pactado en el bienio 2015-2016 deberá ser mayor que la suma de las inflaciones de ambos años.

Gráfico 3.17

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



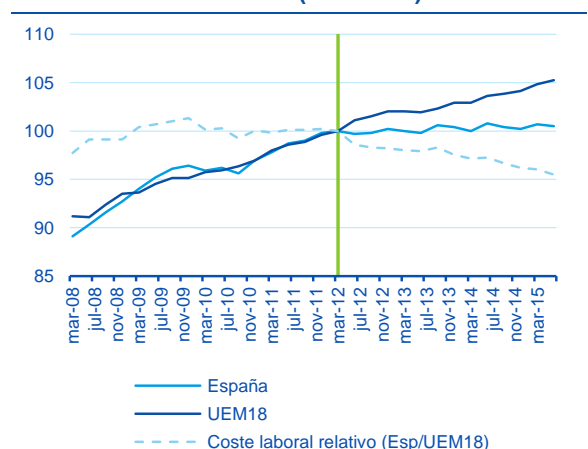
Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(*) Datos provisionales. Las cifras desde 2013 no son homogéneas con la de los años precedentes. Véase: <http://goo.gl/WQkvNU>

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.18

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



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Los nuevos flujos de crédito mantienen el pulso de la recuperación

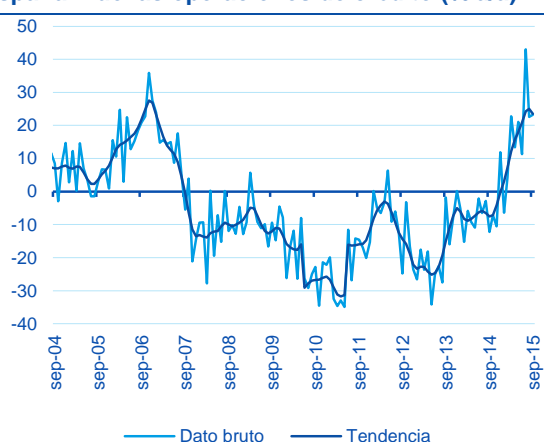
Mientras el *stock* de crédito aminora su ritmo de caída (-4,3% en agosto), **el flujo de entrada de crédito (nuevas operaciones concedidas) sigue mostrando un fuerte impulso que acompaña a la recuperación económica**. Así, en el acumulado de enero a septiembre, las nuevas operaciones aumentaron un 17,2% a/a. Además de que todas las subcarteras experimentaron crecimientos positivos, cabe resaltar en esta ocasión la recuperación del crédito a las grandes empresas (+14,6% a/a acumulado en el año), aproximado por las operaciones de más de un millón de euros. Durante la crisis, y la mayor parte de la reactivación económica, dichas empresas habían optado por financiarse por otras vías, como los mercados mayoristas o los préstamos intragrupo pero, con la mejora reciente de las condiciones del crédito, están volviendo gradualmente a la financiación bancaria.

Por su parte, las operaciones minoristas siguen mostrando un importante dinamismo y se aceleran de forma generalizada, tanto por parte de las pymes (hasta 15,8% a/a en el acumulado año), aproximado por las operaciones de menos de un millón de euros, como por parte de los hogares, en sus modalidades de crédito para adquisición de vivienda (36,9% a/a acumulado año), para consumo (19,6% a/a acumulado año) y resto (23,4% a/a acumulado año). De mantenerse estas tendencias, nuestras previsiones apuntan a que el flujo de nuevo crédito superará al flujo de salida (amortizaciones y fallidos) a finales de 2015 o comienzos del 2016, que será cuando empiece a crecer el *stock*.

Por otra parte, el precio del nuevo crédito ha frenado su senda de moderación durante el tercer trimestre como consecuencia del ligero repunte de la prima de riesgo soberano, pero su tendencia a la baja no ha cambiado comparando con los niveles de hace un año. Así, por ejemplo, la tasa anual equivalente (TAE) para adquisición vivienda se situó en septiembre en el 2,42%, y en el 9,21% para operaciones de consumo, aproximadamente 70 puntos básicos (pb) por debajo de lo observado en el mismo mes de 2014 en ambos casos. El tipo de interés promedio de los nuevos créditos a pymes se ha reducido en casi 100 pb en los últimos 12 meses, situándose en el 3,56% TAE, y el tipo de los créditos a grandes empresas se ha situado en el 2,14% TAE, casi 80 pb menos que hace un año.

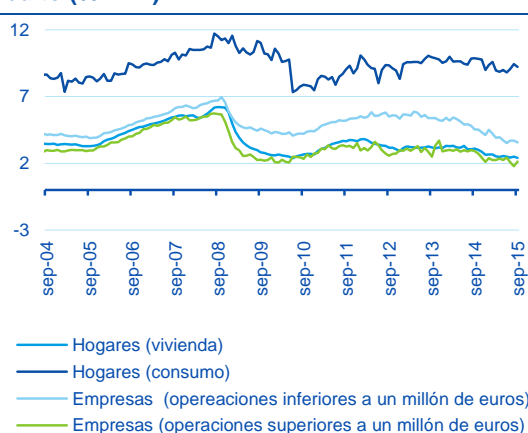
Es de esperar que esta fortaleza del nuevo crédito continúe en los próximos trimestres, tanto por razones de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, la recuperación del gasto interno, el aumento esperado de las exportaciones y los menores precios del crédito animarán las solicitudes de financiación. Por el lado de la oferta, la mejora experimentada en las condiciones de liquidez (gracias a los avances en la unión bancaria y a la política monetaria del BCE), el menor riesgo de las carteras que propicia la mejor situación económica y los avances en la reestructuración bancaria serán fuerzas positivas. La banca tiene entre sus objetivos primordiales impulsar la recuperación de las nuevas operaciones de crédito acompañando la mejora de la actividad económica.

Gráfico 3.19
España: nuevas operaciones de crédito (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.20
Tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (% TAE)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2015-2016: el crecimiento alcanza su velocidad punta

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, **los fundamentos incorporados en el escenario macroeconómico permiten mantener las previsiones de crecimiento** de la economía española para el presente bienio. **En 2015 la actividad avanzará el 3,2% y en 2016 se desacelerará hasta el 2,7%**, suficiente para crear un millón de puestos de trabajo a lo largo del periodo, y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 20%¹⁹.

La expansión de la actividad se apoyará en factores tanto internos como externos. La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía global se verá compensada por una política monetaria algo más expansiva y la mayor contención prevista en los precios del petróleo. A nivel doméstico, el soporte de la política económica, junto con la mejora estructural de los fundamentos, darán lugar a una **expansión sólida de la demanda interna** (véase el Cuadro 3.1). El aumento de la demanda final provocará un repunte notable de las importaciones lo que, probablemente, se saldará con una **aportación prácticamente nula de la demanda externa neta al crecimiento**.

19: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo anual del 3,0% y la tasa de paro se situará en torno a 20,5% en 2016.

Cuadro 3.1.

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15 (e)	2014	2015 (p)	2016 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,1	1,2	2,2	2,6	2,9	0,9	2,6	2,0
G.C.F Privado	1,4	1,8	2,5	2,9	3,2	1,2	2,9	2,5
G.C.F AA. PP.	0,2	-0,5	1,3	1,7	2,1	0,0	1,8	0,4
Formación Bruta de Capital Fijo	3,4	4,9	6,0	6,1	6,4	3,5	6,1	5,5
Equipo y Maquinaria	7,4	8,1	8,1	9,6	9,6	10,6	8,9	6,3
Construcción	1,3	4,1	6,2	5,4	5,7	-0,2	5,6	5,0
Vivienda	0,6	2,5	2,9	3,3	3,5	-1,4	3,4	7,5
Otros edificios y Otras Construcciones	1,8	5,2	8,8	7,1	7,3	0,8	7,3	3,2
Demanda nacional (*)	1,8	2,0	2,9	3,2	3,6	1,6	3,3	2,6
Exportaciones	6,4	6,5	5,9	6,2	3,9	5,1	5,2	5,2
Importaciones	7,3	6,8	7,1	7,0	4,8	6,4	6,0	5,1
Saldo exterior (*)	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,1
PIB real pm	1,7	2,1	2,7	3,1	3,4	1,4	3,2	2,7
PIB nominal pm	1,5	1,8	3,1	3,6	3,9	1,0	3,7	4,7
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	1,8	2,1	2,6	3,1	3,4	1,5	3,1	2,5
PIB sin construcción	1,8	1,9	2,3	2,9	3,2	1,5	2,9	2,5
Empleo total (EPA)	1,6	2,5	3,0	3,0	3,1	1,2	3,0	2,9
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	23,7	23,7	23,8	22,4	21,2	24,4	22,2	20,5
Empleo total (e.t.c.)	1,7	2,4	2,9	3,0	2,9	1,1	3,0	2,5

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

La caída del precio del petróleo contribuirá de forma moderada al crecimiento

Durante los últimos meses **el precio de petróleo ha vuelto a verse presionado la baja**, hasta situarse el del tipo Brent, ligeramente por debajo de los 50 dólares por barril al cierre de este informe, más de un 20% por debajo del precio al cierre del primer semestre de 2015 (el 17%, en euros) (véase el Gráfico 3.21). A pesar de que la incertidumbre acerca de la naturaleza de esta perturbación continúa siendo elevada, **la información disponible sugiere que en esta ocasión su mayoría (aproximadamente dos terceras partes) se corresponde con factores de demanda global**²⁰.

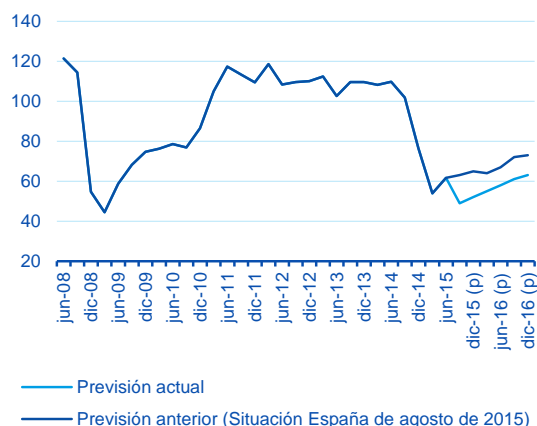
Dada la elevada dependencia energética de la economía española es de esperar un impacto directo positivo sobre la actividad en 2016. Sin embargo, al tratarse principalmente de *shock* de demanda, su magnitud será previsiblemente moderada. El abaratamiento energético aumentará la renta disponible de las familias y se reducirán los costes de producción de las empresas, lo que favorecerá al consumo, la inversión y los flujos comerciales. No obstante, la menor demanda global contrarrestará directamente parte del efecto positivo sobre las exportaciones españolas y, por tanto, sobre la actividad²¹.

20: Las estimaciones de BBVA Research sugieren que los factores de oferta han jugado un papel secundario en la moderación de los precios del crudo observada desde el verano (aproximadamente 1/3). Entre estos cabe destacar la producción de crudo no convencional en EEUU (shale-oil), los acuerdos alcanzados con Irán, la decisión de la OPEP de no recortar las cuotas productoras a pesar de la presión en los precios y, finalmente, el poco efecto de las tensiones geopolíticas sobre la producción.

21: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de *shock* sobre en la actividad y los precios de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011, disponible en: <http://goo.gl/42s7N9>

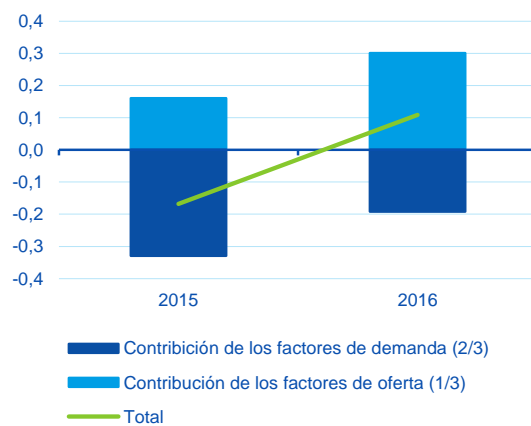
Las estimaciones de BBVA Research apuntan a una estabilización gradual del precio en el entorno de los 60 dólares por barril a finales de 2016 que, de cumplirse, aportaría en promedio 0,1 pp adicionales al crecimiento de la economía española ese año (véase el Gráfico 3.22).

Gráfico 3.21
Escenario de precios del petróleo
(US\$ por barril Brent)



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

Gráfico 3.22
España: impacto de la caída de los precios del petróleo (pp de crecimiento anual)



(p): previsión
Fuente: BBVA Research

Las políticas de demanda continuarán apoyando la recuperación

Dada la debilidad de la recuperación de la economía europea y las bajas tasas de inflación, **el BCE mantiene su compromiso de implantar con firmeza las medidas previamente anunciadas, y reafirma su disposición para utilizar todos los instrumentos habidos dentro de su mandato, si fuera necesario.** En particular, el Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria adelantó que volverá a examinar el grado de flexibilidad de su política en la próxima reunión, lo que podría dar lugar a un alargamiento de su programa de compra de activos más allá de la fecha tentativa de finalización previamente fijada (hasta septiembre del 2016 o hasta que el BCE considere que la inflación ha recuperado una senda acorde con su objetivo)²².

Estas medidas, junto con el mantenimiento del tipo de interés de referencia principal en su mínimo histórico (el 0,05%) y las expectativas de que la Reserva Federal suba los tipos de interés de referencia en los EE.UU. en diciembre, contribuirán a mantener depreciado el tipo de cambio del euro frente al dólar (véase el gráfico 3.23). Sin embargo, **la revisión a la baja del crecimiento global y las tensiones financieras remanentes, contrarrestan parcialmente el impulso de la política monetaria del BCE.** Así, la actualización del escenario económico incluye una **revisión marginal a la baja en el crecimiento esperado en la UEM** (de 0,1pp, hasta el 1,8% en 2016). En balance, estos elementos continuarán siendo un soporte para la recuperación, aunque estas revisiones apuntan a que su impacto podría ser menor que el previsto hace tres meses (véase el gráfico 3.24).

22: Para más detalles véase el Observatorio BCE de BBVA-Research publicado el 22 de octubre de 2015. Disponible en <https://goo.gl/16IP9L>

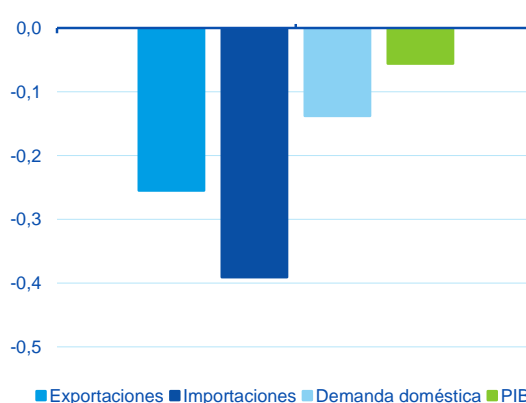
Gráfico 3.23

Escenarios de tipo de cambio del euro (euro/dólar)

(p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de BCE

Gráfico 3.24

Impacto de la revisión a la baja del crecimiento en la UEM en 2016 (pp de crecimiento anual)

Fuente: BBVA Research

La política fiscal está siendo ligeramente expansiva

Tal y como se ha adelantado en ediciones anteriores de esta publicación, **las administraciones públicas han aprovechado la recuperación de la actividad y la mejora de los costes de financiación para implementar una política fiscal ligeramente expansiva a lo largo de 2015**. Así, tanto por el lado de los ingresos, como por el lado del gasto, se han puesto en marcha medidas que, al menos de momento, entrecierran el capítulo de la política fiscal contractiva en la economía española²³. En este contexto, se estima que 2015 concluirá con un crecimiento del consumo público real en torno al 1,8%, mientras que la inversión en construcción no residencial (afectada por la obra pública) aumentará cerca del 7,3%. En un escenario sin cambios en la política económica, **el tono de la política fiscal será prácticamente neutral en 2016**. Por la vertiente del gasto, el crecimiento real del consumo público se moderará hasta el 0,5%, mientras la inversión no residencial presentará una tasa de expansión en torno al 3,2%.

Aunque se espera que la consolidación fiscal este finalizando su contribución negativa al crecimiento, es preciso recordar que **sigue habiendo desequilibrios en la economía española** –por ejemplo, altos niveles de deuda– **que justifican ajustes y reformas adicionales**, que acentúen la capacidad de crecimiento de la economía y aseguren la sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas (véase el Recuadro 3).

El brillo de la demanda doméstica se atenúa, pero continuará liderando el crecimiento

Las perspectivas del consumo de los hogares continúan siendo favorables. La creación de empleo, la menor presión fiscal²⁴ y la ausencia de presiones inflacionistas contribuirán a la recuperación de la renta real disponible durante los próximos trimestres. El crecimiento previsto de la riqueza inmobiliaria, la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente bajos y el ajuste del ahorro también impulsarán el gasto de las familias. Por último, las nuevas operaciones de financiación al consumo seguirán aumentando y sustentarán el gasto de los hogares a medio plazo, sobre todo en bienes duraderos. Como resultado, **el consumo privado crecerá alrededor del 2,9% en 2015, en línea con lo previsto hace tres meses. En 2016**, los factores transitorios que han incentivado el gasto de las familias

23: Por la vertiente de los ingresos destaca la rebaja tributaria, cuyo primer tramo entró en vigor en enero de 2015, mientras que la entrada en vigor del segundo se ha adelantado al 1 de julio de 2015. Por el lado del gasto, se incluyen medidas como la devolución a los funcionarios de otra parte de la paga extraordinaria retirada en diciembre de 2012, o el impulso previsto para 2015 del gasto de capital.

24: Las estimaciones de BBVA Research indican que el adelanto a julio de 2015 de la rebaja de la tarifa del IRPF que iba a entrar en vigor en 2016 contribuiría en una décima al crecimiento del consumo privado en el bienio 2015-2016.

hasta mediados del año en curso desaparecerán, como el PIVE, o jugarán un papel residual, como el abaratamiento del precio del petróleo y la rebaja fiscal. Además, la contribución de algunos de sus determinantes, como la riqueza financiera y los tipos de interés reales, será menor. En consecuencia, **el crecimiento del consumo privado se moderará hasta el 2,5%**.

Se espera que la inversión en maquinaria y equipo siga creciendo durante los próximos trimestres, pero a tasas algo más moderadas que las observadas recientemente. Su evolución seguirá apoyándose en un entorno de crecimiento de la actividad y de estabilidad del ahorro empresarial²⁵, con tipos de interés relativamente bajos y una recuperación de las nuevas operaciones de crédito. Sin embargo, el crecimiento de la demanda interna será menos vigoroso que el registrado en el primer semestre de 2015, lo que unido a la incertidumbre política, condicionará la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión en el corto plazo. **Con todo, se sigue esperando un aumento saludable de la inversión en maquinaria y equipo durante el presente bienio (8,9% en 2015 y 6,3% en 2016).**

De forma similar, se prevé que la recuperación de la inversión en vivienda, iniciada en 2014, prosiga en los próximos meses. El mercado residencial evoluciona según lo previsto, y tanto los indicadores de oferta como los de demanda muestran un comportamiento positivo. Las operaciones de crédito a las familias para la adquisición de vivienda siguen creciendo con fuerza, lo que favorece la recuperación de las ventas de viviendas (9,5% a/a entre enero y agosto). Además, la superficie de solares urbanos vendidos - considerada la antesala de la iniciación de nuevas promociones residenciales- también muestra una evolución positiva (16,7% a/a en el periodo mencionado). **En consecuencia, se espera que la inversión residencial crezca el 3,4% en 2015 y se acelere hasta el 7,5% en el siguiente ejercicio.**

La tendencia que subyace al comportamiento de las exportaciones es positiva, a pesar de la revisión a la baja de las previsiones de corto plazo

La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento global (hasta el 3,2% en 2015 y el 3,5% en 2016), da lugar a **un entorno algo menos propicio para la expansión de las exportaciones españolas en el corto plazo**, a pesar de la depreciación esperada del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas de países desarrollados. Sin embargo, la tendencia que gobierna la evolución de las ventas al exterior sigue siendo positiva y, en el escenario más probable, no se verá truncada por la recuperación de los mercados domésticos (véase el Recuadro 1). Así, aunque se revisan a la baja **las perspectivas de crecimiento de las exportaciones para el bienio 2015-2016, estas siguen siendo favorables: las totales avanzarán a un ritmo medio anual del 5,2%**, las de bienes crecerán un 5,1% en cada año y el consumo de no residentes aumentará el 3,8% en 2015 y el 3,3% en 2016.

Aunque la desaceleración de la demanda final incidirá negativamente en las importaciones, su crecimiento seguirá siendo robusto (6,1% en 2015 y de 5,1% en 2016) y superará al de las ventas exteriores. De esta forma, **la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento económico será prácticamente nula tanto en 2015 como en 2016 (-0,1pp y 0,1pp, respectivamente)**. El abaratamiento del petróleo seguirá aliviando la factura energética de la economía española con el exterior, lo que dará **continuidad a la consecución de saldos positivos por cuenta corriente en el bienio 2015-2016 (promedio: 1,7% del PIB)** y la conclusión del ajuste del déficit estructural de la balanza por cuenta corriente.

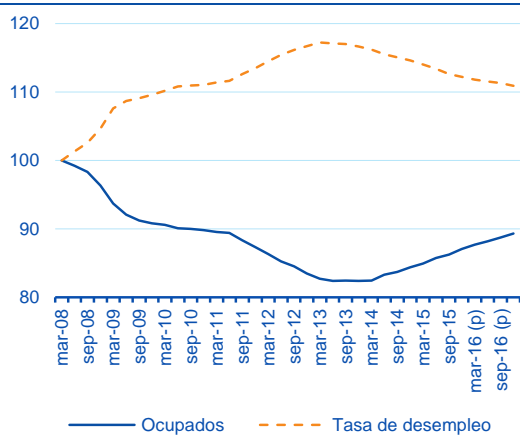
25: Parte de la mejora de la inversión productiva se puede explicar por el aumento del ahorro de las empresas, que utilizando distintos instrumentos y dependiendo de su tamaño, han reducido su endeudamiento y generado los recursos necesarios para acometer nuevos proyectos (véase el Recuadro 2).

Las perspectivas del mercado de trabajo son positivas aunque los retos siguen siendo extraordinarios

La economía continuará creando empleo durante el próximo bienio. Dado el crecimiento económico esperado, la ocupación podría aumentar en torno al 3% en el 2015, mientras que la tasa de desempleo se reduciría más de dos puntos hasta el 22,2%, en línea con lo previsto en agosto. En 2016, el ascenso del número de ocupados se desaceleraría ligeramente (hasta el 2,9%), y la disminución de la tasa de paro sería menos intensa (hasta el 20,5%) que la proyectada para 2015 dada la evolución más favorable que se espera de la población activa.

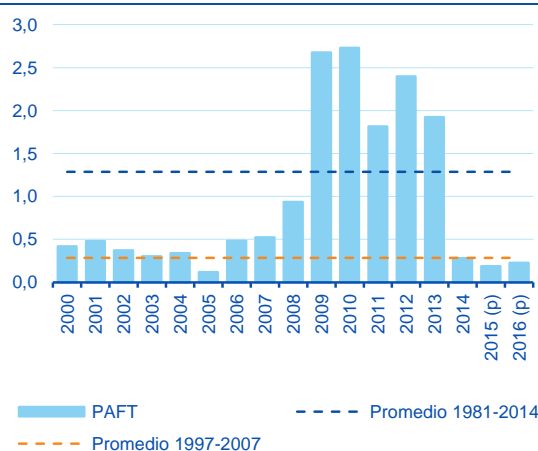
A pesar de que las perspectivas laborales son favorables, la distancia a los niveles precrisis continuaría siendo notable a finales del próximo año. Como ilustra el Gráfico 3.25, en el cuarto trimestre de 2016 la ocupación sería en torno a un 10% menor que a comienzos del año 2008, mientras que la tasa de desempleo se situaría 10 puntos por encima. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo –que crecerá alrededor del 5% entre 2015 y 2016– sugiere un **aumento insignificante de la productividad aparente del factor trabajo**, tanto este año (0,2%) como el próximo 2016 (0,2%). Estos incrementos están en línea con los registrados en la anterior fase expansiva (0,3% en el promedio 1997-2007), pero son menores que el crecimiento medio histórico (1,3% entre 1981 y 2014) (véase el Gráfico 3.26). Por tanto, los retos a los que se enfrenta el mercado de trabajo siguen siendo excepcionales.

Gráfico 3.25
España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



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

Gráfico 3.26
España: crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo (%)



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

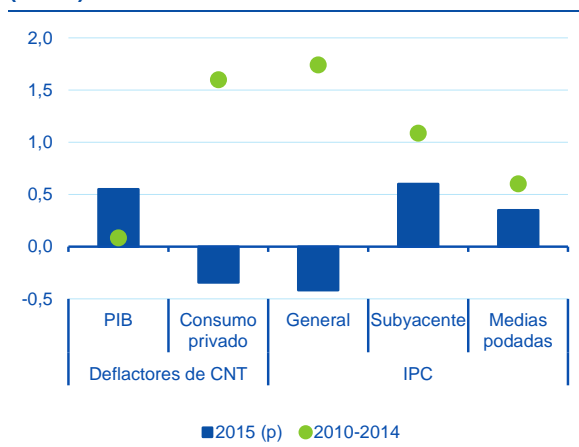
El precio del petróleo mantendrá a la inflación en terreno negativo, pero sólo en el corto plazo

A pesar de la depreciación esperada del euro, la caída del precio petróleo (hasta el entorno de los 60 dólares por barril en promedio para el periodo 2015-2016) **presiona a la baja la inflación general en 2015 (hasta el -0,4% en promedio anual)**. Sin embargo, los determinantes domésticos indican que tanto la inflación subyacente como el deflactor implícito del PIB se mantendrán en terreno positivo, aunque en niveles moderados en 2015 (0,6% en promedio anual en ambos casos) (véase el Gráfico 3.27).

En 2016, tanto la inflación general como la inflación subyacente mantendrán una trayectoria ascendente, hasta alcanzar el 1,2% en promedio anual, todavía por debajo de los objetivos de la

autoridad monetaria (véase el Gráfico 3.28). Como se adelantaba en ediciones anteriores de esta publicación, a esta mejoría gradual **contribuyen las medidas de política monetaria** que desde mediados del año pasado ha venido reforzando el BCE (reducción de tipos de interés, fomento la disponibilidad de crédito, expansión cuantitativa), así como la mejora de la demanda doméstica y el mercado laboral.

Gráfico 3.27
España: indicadores de precios (% a/a)



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

Gráfico 3.28
España: datos observados y expectativas de inflación (% a/a)



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

El escenario no está exento de riesgos

A pesar de que la economía española continúa creciendo a un ritmo saludable, persisten algunos riesgos externos e internos. Entre los primeros, se advierten mayores **riesgos asociados a la desaceleración de las economías emergentes (principalmente en China)**. Asimismo, en algunas de estas economías continúa habiendo incertidumbre respecto a la respuesta a los cambios de la política monetaria por parte de la Reserva Federal y, por otro lado, los riesgos geopolíticos persisten.

A nivel doméstico, la probabilidad de que el déficit público se sitúe en el 4,5% del PIB al cierre del año, sobrepasando así el objetivo de estabilidad, sigue siendo elevada. Desviaciones mayores a las esperadas desplazarían una mayor parte del ajuste hacia 2016 y podrían afectar la recuperación de la demanda interna. Mantener la credibilidad sobre el control de las finanzas públicas redundaría directamente en la confianza de las instituciones europeas y, por tanto, en la capacidad para contener el coste de financiación de una economía excesivamente endeudada con el exterior. Por último, la incertidumbre que se vive respecto al entorno político podría comenzar a tener un mayor impacto sobre las decisiones de empresas y familias. Hasta el momento, el deterioro que se observa en las variables financieras ha sido moderado y sólo relativo. Un compromiso con la legalidad y con el impulso de medidas que mejoren el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios reduciría dicha incertidumbre.

4 La recuperación económica no será suficiente para cumplir con los objetivos de estabilidad

La recuperación de la actividad favorece la corrección del saldo público en el primer semestre del año

Las administraciones públicas españolas cerraron el primer semestre de 2015 con un déficit del 2,9% del PIB²⁶, mejorando en más de cuatro décimas el desequilibrio registrado durante el mismo período en 2014 (véase el Gráfico 4.1). Esta mejora viene de la mano, fundamentalmente, del comportamiento de la administración central, donde se observó una mejora en torno a cuatro décimas hasta situar el déficit en el -1,9% del PIB. Tras ella, tanto las comunidades autónomas como las corporaciones locales mejoraron el saldo registrado el año anterior en dos y una décima del PIB, respectivamente. Finalmente, la Seguridad Social fue la única administración en la que el saldo a cierre del primer semestre del año se deterioró respecto al año anterior.

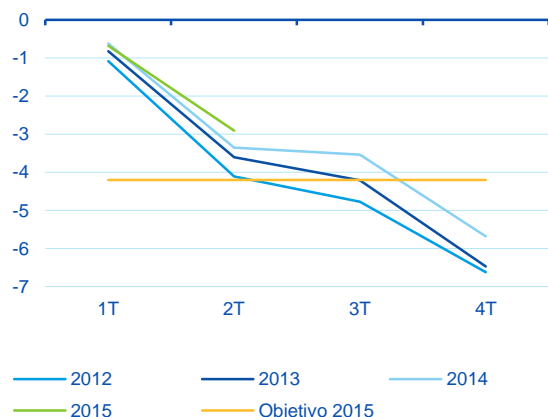
Analizando el ajuste de déficit observado, las estimaciones de BBVA Research muestran que la recuperación de la actividad favoreció la reducción del déficit público español en aproximadamente 0,7 puntos del PIB durante el primer semestre de 2015 (véase el Gráfico 4.2). A ello se le une la moderación del gasto estructural, que estaría compensando buena parte de la caída estructural de los ingresos producto de la disminución del tipo impositivo medio en el IRPF. Así, **la reducción observada del déficit podría atribuirse, en gran medida, a la mejora cíclica de la actividad, confirmando el fin del tono restrictivo de la política fiscal de años anteriores.**

En este contexto, durante el primer semestre de 2015 la recuperación de la actividad absorbió prácticamente la totalidad de la caída estructural de los ingresos públicos derivada de la rebaja impositiva en vigor desde comienzo del año. Así en 1S15 la reforma impositiva drenó los ingresos estructurales de las administraciones públicas casi un punto del PIB en términos interanuales. Dicha caída se concentró, principalmente, en los impuestos sobre la renta –cuyos ingresos estructurales disminuyeron en torno a 0,7 puntos porcentuales-. Junto a ello, la recuperación cíclica de la economía sumó, durante los dos primeros trimestres del año, alrededor de otro punto porcentual del PIB a los ingresos. Como consecuencia, en conjunto, el total de ingresos públicos se habría situado en el acumulado cuatro trimestres en torno al 37,9% del PIB a cierre del 2T15, manteniéndose prácticamente estable respecto al primer semestre del año pasado.

Por su parte, durante los dos primeros trimestres del año se observa un ajuste interanual del componente estructural del gasto de más de 0,7 puntos porcentuales del PIB, repartido en todas las partidas del gasto. Si bien, resulta especialmente acusado en la inversión -que acumula un ajuste estructural de 0,4 pp del PIB- y en el componente estructural de las prestaciones por desempleo -0,3 pp del PIB-. Igualmente, el ciclo favoreció la caída de las prestaciones por desempleo y de los intereses. De esta forma, el gasto total acumulado anual del conjunto de administraciones públicas se habría situado en el 43,1% del PIB, un punto porcentual menos que el acumulado hasta junio de 2014.

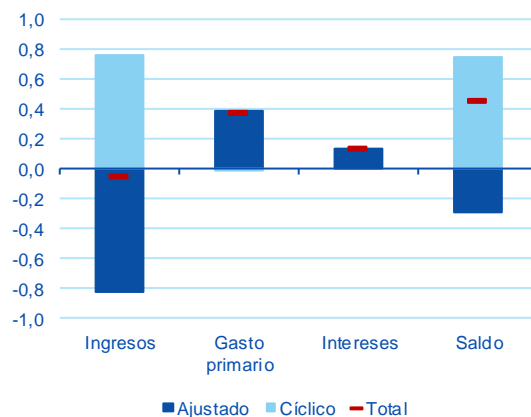
26: El déficit analizado en esta sección excluye siempre las ayudas al sector financiero.

Gráfico 4.1
AA. PP.: capacidad / necesidad de financiación (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 4.2
AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal en el 1S15 (pp del PIB)



Nota: (+) Aumentan los ingresos, cae el gasto, se reduce el déficit; (-) caen los ingresos, aumenta el gasto, se incrementa el déficit
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

La ejecución presupuestaria podría mostrarse insuficiente para asegurar el cumplimiento del objetivo de estabilidad

De cara al último semestre del año, y como se ha mencionado en la sección 3 de esta publicación, los últimos datos situarían el déficit público (excluidas las corporaciones locales) acumulado hasta agosto de 2015 en torno al 3,4% del PIB, 0,7 pp menos respecto al déficit acumulado en el mismo periodo de 2014. Estos datos muestran que, en términos absolutos, la corrección del déficit sigue concentrándose en la recuperación de los ingresos, en línea con lo esperado, y en la caída de los costes de la financiación ajena.

En este sentido, los resultados observados durante el primer semestre del año podrían ser insuficientes para asegurar el cumplimiento del objetivo de estabilidad. Aunque se espera que continúe la recuperación de los ingresos, y el ciclo económico seguirá impactando positivamente en las cuentas públicas, las medidas anunciadas de expansión del gasto incrementan la probabilidad de incumplimiento del objetivo. Así, BBVA Research prevé que los ingresos públicos de 2015 se sitúen tan sólo una décima por encima de los alcanzados en 2014. Por el lado de los gastos, la recuperación de la actividad hará que la ratio gasto sobre PIB se reduzca algo más de un punto porcentual, si bien no se observará caída salvo en los gastos por intereses y en las prestaciones por desempleo (véase el Cuadro 4.1).

Cuadro 4.1.

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

% del PIB	2014	2015 (p)	2016 (p)
Remuneración de asalariados	10,9	10,7	10,4
Consumos intermedios	5,2	5,1	5,0
Intereses	3,3	3,1	2,9
Prestaciones por desempleo	2,3	1,8	1,7
Pensiones	10,8	10,7	10,5
Formación bruta de capital	2,1	2,0	2,0
Otros gastos	9,0	9,0	8,8
Empleos no financieros	43,6	42,4	41,2
Imp. Producción	11,3	11,4	11,8
Imp. Renta, riqueza, etc.	10,0	10,1	10,1
Cotizaciones sociales	12,3	12,2	12,1
Imp. Capital	0,5	0,5	0,5
Otros ingresos	3,9	3,7	3,7
Recursos no financieros	38	37,9	38,2
Necesidad de financiación	-5,7	-4,5	-3,0
Objetivo de estabilidad	-6,5	-4,2	-2,8

(p): previsión

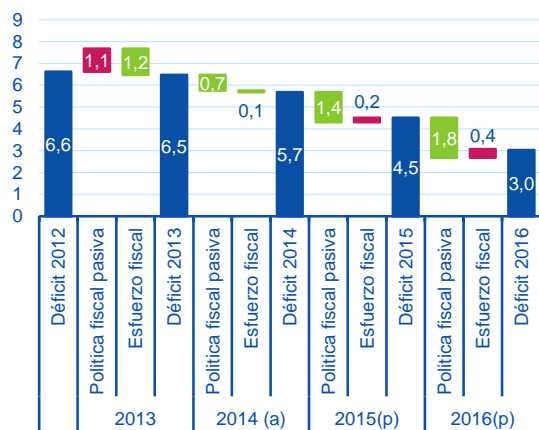
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

En este contexto, las previsiones de BBVA Research sugieren que **la rebaja fiscal producirá una disminución de los ingresos estructurales de los impuestos sobre la renta que, en el corto plazo, se verá compensada por la recuperación cíclica de las bases imponibles**. Por su parte, el ciclo económico seguirá impulsando la recaudación tanto de los impuestos sobre la producción como de las cotizaciones sociales. Así, los ingresos públicos de 2015 se elevarán hasta el 37,9% del PIB y hasta el 38,2% en 2016.

Por el lado del gasto, en un escenario sin cambios en la política fiscal, **se espera que siga la expansión del gasto a lo largo de los dos próximos años**, que se verá compensada por el impacto positivo del ciclo. Como consecuencia, el gasto público se situará a final de 2016 en torno al 41,2% del PIB, en niveles semejantes a los de comienzos de la crisis.

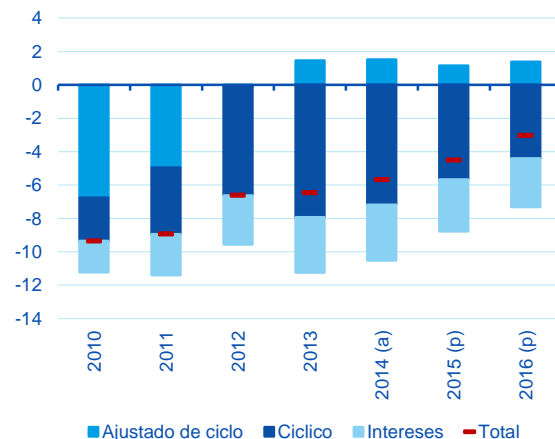
De esta forma, **para 2015 se espera que el ciclo económico continúe corrigiendo el deterioro fiscal, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por una menor presión de la carga de intereses y de las pensiones**. Junto a ello, el impacto de las políticas expansivas puestas en marcha, situará el déficit de 2015 en torno al 4,5% del PIB, por encima del objetivo del 4,2% acordado para dicho año. En cuanto a 2016 se prevé que el ciclo económico continúe corrigiendo el deterioro en las cuentas públicas, de tal manera que, en un escenario sin cambios en la política fiscal, el déficit de dicho año se reduciría 1,5 pp hasta el 3,0% del PIB (véase el Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3
AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal (pp del PIB)



(a): avance; (p): previsión
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 4.4
AA. PP.: capacidad / necesidad de financiación (% del PIB)



(a): avance; (p): previsión
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

De producirse este escenario, **el saldo público ajustado de ciclo se situaría ligeramente por encima del -1,5% a finales de 2016**, lo que supone una mejora de apenas tres décimas desde 2014. Si se descuenta el importe del pago por intereses, se estaría registrando un superávit primario estructural en torno al 1,4% desde 2013 (véase el Gráfico 4.4). Ello implica que, según las previsiones de BBVA Research, el ritmo de mejora del saldo estructural de las cuentas públicas españolas estaría siendo muy inferior al recomendado por la Comisión Europea en 2013 –reducción de 1,9 pp entre 2015 y 2016²⁷-. En este mismo sentido, el reciente dictamen de la Comisión sobre el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2016 pone de manifiesto los riesgos de incumplimiento de los acuerdos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y recomienda que, tan pronto sea posible, se actualice el proyecto incluyendo las medidas necesarias para la consecución de los objetivos. De esta forma, en los próximos años deberían continuar las políticas de control del gasto público, de tal manera que se incremente la capacidad de generación de superávits primarios de magnitud suficiente, que permitan reducir el nivel de deuda pública a un ritmo consistente con el mantenimiento de la recuperación económica y el mantenimiento de la confianza de los acreedores.

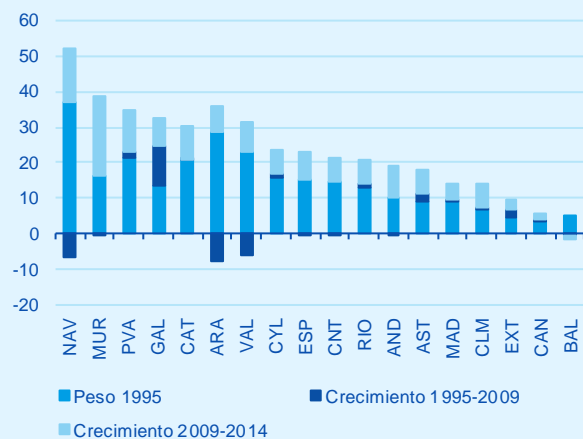
27: Véase http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/126-07_council/2013-06-21_es_126-7_council_en.pdf

Recuadro 1. ¿Afecta la evolución de la demanda doméstica al crecimiento de las exportaciones?

El crecimiento de las exportaciones en España puede ser clave durante los próximos años para mantener la recuperación y promover el desapalancamiento ordenado frente al resto del mundo. En particular, **la importancia de las exportaciones se ha visto reforzada tras el estallido de la crisis y el desplome de los mercados domésticos**. Por ejemplo, durante la última recesión, la caída del PIB en la economía española habría sido 9 puntos porcentuales (pp) más profunda que la observada en ausencia de la contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento. En este contexto, las exportaciones de bienes han aumentado su importancia en la economía española, hasta alcanzar el 23% del PIB nominal, 8 pp por encima de su peso en 2009. Cabe destacar que, como muestra el Gráfico R.1.1, este crecimiento fue generalizado a nivel regional.

Gráfico R.1.1

CC. AA.: peso de las exportaciones sobre el PIB (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

¿Qué explica la evolución de las exportaciones de bienes durante el último ciclo recesivo?

Numerosos estudios²⁸ encuentran que el comportamiento de los determinantes tradicionales, como la demanda mundial y el tipo de cambio efectivo real, no ha sido suficiente para

explicar la expansión reciente de las exportaciones en las economías de la UEM, en un entorno de desaceleración del crecimiento global y de rigidez del tipo de cambio nominal frente a los principales socios comerciales.

El presente recuadro trata de explicar el crecimiento de las exportaciones en España a partir de la influencia de las presiones de la demanda doméstica sobre la actividad exportadora.

Los resultados muestran que:

- **Los determinantes tradicionales de las exportaciones de bienes muestran unas elasticidades en línea con la literatura reciente.** En el largo plazo, el crecimiento de la demanda mundial se traslada con una elasticidad cercana a la unidad al incremento de las exportaciones, mientras que una depreciación del 1% del tipo de cambio efectivo real impulsa las exportaciones españolas en torno a 0,4 pp.
- **El consumo privado interno parece ejercer un efecto sustitución sobre la actividad exportadora.**
- **La influencia de la evolución de la demanda doméstica sobre las exportaciones es asimétrica, siendo más fuerte (y significativa) cuando el consumo doméstico cae.** En concreto, se estima que la contracción del consumo doméstico explicó cerca del 40% del crecimiento de las exportaciones de bienes entre 2010 y 2013. Por el contrario, la recuperación de la demanda interna habría tenido un efecto poco significativo sobre la actividad exportadora. En consecuencia, no se esperan presiones a la baja sobre las exportaciones causadas por el crecimiento de la demanda doméstica a medio plazo.

28: Ver por ejemplo BCE (2013), IMF (2013) o BdE (2015).

Las siguientes secciones desarrollan la metodología empleada, seguida de las conclusiones principales.

Modelo, variables y resultados

Con el objetivo de conocer qué factores explican el comportamiento de las exportaciones españolas²⁹, se ha estimado un modelo dinámico de datos de panel para las comunidades autónomas entre 1997 y el primer trimestre de 2015³⁰. En la especificación elegida, las exportaciones no energéticas regionales dependen en el largo plazo de la demanda internacional y de la competitividad-precio regional. Estas variables se construyen, respectivamente, como una media ponderada de los PIB reales de los principales socios comerciales de cada región, y como un tipo de cambio efectivo real basado en los Índices de Precios al Consumidor (IPC) regionales. Las desviaciones respecto al nivel de equilibrio de largo plazo son causadas por las variaciones trimestrales de la demanda extranjera y de la competitividad-precio.

Los resultados sugieren que las exportaciones regionales de bienes responden positivamente a cambios en la demanda de los principales socios comerciales y negativamente a apreciaciones del tipo de cambio efectivo real. En concreto, las elasticidades se muestran en línea con la literatura más reciente (BdE (2012), BdE (2015)). A largo plazo, el crecimiento de la demanda mundial se traslada con una elasticidad cercana a la unidad al incremento de las exportaciones regionales, mientras que una apreciación del 1% del tipo de cambio efectivo real reduce las ventas al exterior en torno a 0,4 pp (véase columna "Estimación tradicional" del Cuadro R.1.1).

Estos coeficientes son ligeramente inferiores a los obtenidos a lo largo de la década los 90 (véase Buisán y Gordo (1994), Doménech y Taguas (1996) o García y Gordo (1998). Varios factores

subyacen a esta reducción de las elasticidades. En primer lugar, como se destaca en BCE (2014) y Gopinath (2015), el mayor grado de participación de España en las cadenas globales de valor, podría haber modificado la sensibilidad de las exportaciones a variaciones de la demanda global y de la competitividad. Asimismo, en línea con lo expuesto en BdE (2015), el comienzo de la muestra en los últimos años de los 90, impide recoger las devaluaciones de la peseta durante la primera parte de la década. La estimación se concentra en un periodo en el que el tipo de cambio nominal no representa un instrumento de política económica. Finalmente, Ortega *et al.* (2007) sugieren que la sensibilidad de las exportaciones a los precios relativos podría haber disminuido debido a factores relacionados con la calidad y diferenciación de los productos.

En el corto plazo, se encuentra que las variaciones trimestrales de la competitividad-precio parecen no ejercer un efecto significativo de manera contemporánea sobre la actividad exportadora. Por su parte, la elasticidad de las exportaciones de bienes respecto a incrementos trimestrales de la demanda mundial se estima en el 2,2. Finalmente, se obtiene que las desviaciones del corto plazo respecto al nivel de equilibrio se corrigen en torno a un 40% cada trimestre.

En una segunda etapa, se estima la relación entre el consumo interno y la actividad exportadora, a fin de comprobar si este factor ayuda a explicar parte del excepcional crecimiento de las exportaciones durante el último ciclo recesivo. Para ello, se construye un indicador sintético de consumo para cada Comunidad Autónoma a partir de los principales indicadores parciales de gasto disponibles a nivel regional: ventas minoristas, matriculaciones de vehículos, índice de actividad del sector servicios, importaciones de bienes de consumo y consumo interno nacional³¹ (véase el Gráfico R.1.2). La metodología utilizada para la construcción del

29: Debido a su alta volatilidad, se ha extraído el componente energético de las exportaciones de bienes.

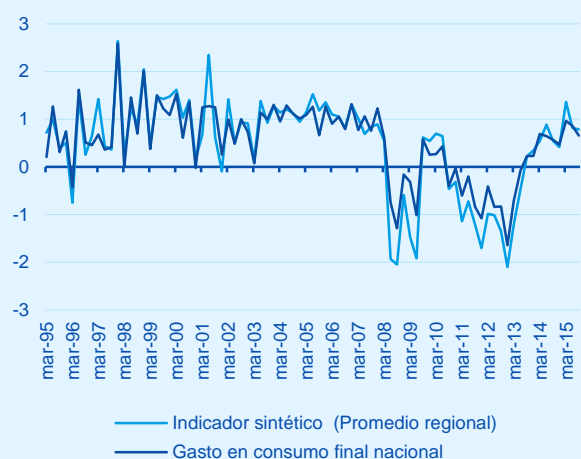
30: Véase el Anexo para una información más detallada de la metodología empleada.

31: Se han seleccionado únicamente indicadores de consumo, ya que el efecto de la inversión de la demanda doméstica sobre las exportaciones podría ser bidireccional en la medida que éstas aumenten la capacidad productiva instalada.

indicador se basa en el análisis de componentes principales³².

Gráfico R.1.2

España: consumo interno e indicador sintético de consumo (t/t, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas, DGT e INE

Los resultados de la segunda regresión, que incluye los indicadores sintéticos de consumo presentan unas elasticidades de los determinantes tradicionales de las exportaciones consistentes con las obtenidas en la primera especificación (véase columna “Estimación tradicional + Consumo” del Cuadro R.1.1). Además, se aprecia **una relación negativa entre el consumo interno³³ y el crecimiento de las exportaciones**, si bien este coeficiente se muestra débilmente significativo. Desde un punto de vista teórico, la relación entre demanda doméstica y exportaciones no es directa, ya que existen argumentos a favor tanto de la presencia de efectos sustitución como de posible complementariedad. No obstante, como demuestran Melitz (2003) y Vanoorenberghe (2012), ante restricciones de capacidad productiva, puede existir un *trade-off* entre las ventas en el mercado doméstico y el exterior, dado que las empresas reaccionan a un choque en un mercado mediante el ajuste de sus ventas en el otro mercado. De ello se desprende que las

exportaciones puedan ser una función negativa de las ventas nacionales, particularmente pronunciada en situaciones de baja capacidad de utilización.

Más aún, **la relación entre la demanda interna y las exportaciones puede ser asimétrica**. Como sugieren Belke *et al.* (2012), en periodos de estrés doméstico, ante la insuficiencia de demanda nacional en relación con la capacidad productiva instalada, las empresas tratan de sustituir las ventas nacionales por ventas al extranjero y aumentan su predisposición a hacer frente a los costes de expansión internacional. No obstante, una vez asumidos los costes hundidos de internacionalización y habiendo ajustado la inversión y producción para el consumidor extranjero, parece poco probable que las empresas reviertan el proceso, por lo que el crecimiento de las ventas dentro de las fronteras puede tener un efecto complementario con las exportaciones. De este modo, las ganancias de cuota exportadora podrían tener un carácter estructural.

Esta asimetría en la elasticidad de las exportaciones frente al consumo interno se aprecia en la tercera especificación del Cuadro R.1.1 (véase columna “Estimación tradicional + Consumo asimétrico”). En ella, la variable de consumo está truncada en dos variables. La primera, “Consumo interno +”, recoge las variaciones positivas del consumo; la segunda, “Consumo interno-”, refleja las caídas del consumo.

Los resultados de esta estimación sugieren que sólo las caídas de consumo interno ejercen un impacto significativo en la actividad exportadora. En concreto, se encuentra que la actividad exportadora muestra una elasticidad cercana a la unidad ante caídas del consumo interno. Así, **la contracción de la demanda doméstica explicaría cerca del 40% del crecimiento de las exportaciones de**

32: Para una información detallada de esta metodología, véanse Pearson, K. (1901). "On Lines and Planes of Closest Fit to Systems of Points in Space". *Philosophical Magazine* 2 (11): 559–572. y Stock, J y Watson, M. "Forecasting Using Principal Components From a Large Number of Predictors" *Journal of the American Statistical Association* Dec. 2002, Vol.97, No 460, Theory and Methods.

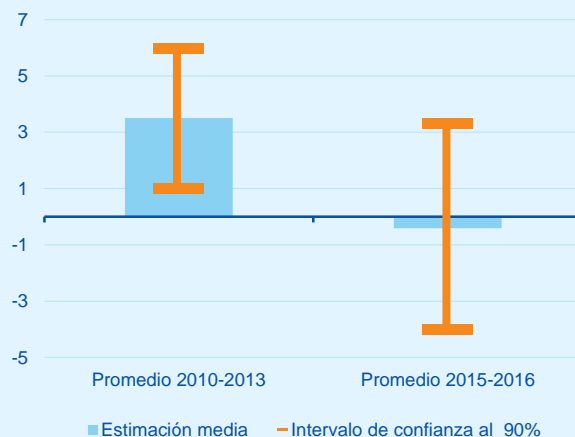
33: La estimación señala un coeficiente negativo asociado a la evolución del consumo interno retardado dos periodos, en línea con lo expuesto en BCE (2015) y tres periodos en BdE (2015), reflejando el tiempo que necesitarían las empresas para iniciar o aumentar su actividad exportadora.

bienes entre 2010 y 2013. Por el contrario, la baja significatividad asociada a las variaciones positivas del consumo interno no permite identificar con claridad si éste ejerce un efecto sustitución sobre las ventas al exterior o si, por el contrario, se comportan de manera complementaria. En este sentido, **no se esperan presiones a la baja sobre la actividad exportadora causadas por la actual recuperación de la demanda doméstica** (véase el Gráfico R.1.3).

Finalmente, cabe destacar que la inclusión de las variables de consumo no alteran la significatividad ni los coeficientes de las variables tradicionales.

Gráfico R.1.3

España: contribuciones del consumo interno al crecimiento de las exportaciones de bienes (Promedio anual e intervalo de confianza, %)



Fuente: BBVA Research e INE

Cuadro R.1.1

CC.AA.: estimaciones de los determinantes del crecimiento de las exportaciones de bienes (1T1997-1T2015)

	Estimación tradicional		Estimación tradicional + Consumo		Estimación tradicional + Cons. asimétrico	
	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
Relación de largo plazo						
Demanda extranjera	0,954	0,000	0,972	0,000	0,976	0,000
Competitividad	-0,351	0,003	-0,408	0,000	-0,463	0,000
Relación de corto plazo						
Coefficiente de convergencia al eq.	-0,368	0,000	-0,403	0,000	-0,390	0,000
Δ Demanda extranjera	2,234	0,000	2,577	0,000	2,705	0,000
Δ Competitividad	-0,005	0,180	-0,006	0,148	-0,005	0,194
Δ Consumo interno			-0,579	0,082		
Δ Consumo interno ⁺					-0,133	0,826
Δ Consumo interno ⁻					1,076	0,021
Log Likelihood	1195,3		1209,3		1222,8	
# de obs. (NxT)					1241	

(*) Cambio de signo en "Consumo interno⁻" para facilitar la interpretación
Fuente: BBVA Research e INE

Conclusiones

En este estudio se ha elaborado un análisis de los determinantes de las exportaciones de bienes mediante un modelo dinámico de datos de panel para las comunidades autónomas españolas. Los resultados confirman que **las exportaciones responden positivamente a cambios en la demanda de los principales socios comerciales y negativamente a apreciaciones del tipo de cambio efectivo real.**

Asimismo, se encuentra que **el consumo interno parece ejercer un efecto sustitución sobre las ventas exteriores**, lo que promueve la reasignación de recursos entre mercados domésticos y extranjeros.

Finalmente, se evidencia que **la relación entre el crecimiento de la demanda interna española y el de las ventas al exterior es asimétrica. Se encuentra que solo las caídas del mercado doméstico tienen un efecto significativo sobre la actividad exportadora**, al impulsar la reorientación de las ventas y hacer a las empresas más proclives a asumir los costes de internacionalización.

Así, en un entorno de debilidad de los principales socios comerciales y de rigidez del tipo de cambio nominal, **la contracción de la demanda doméstica podría haber impulsado la actividad exportadora cerca de 3 puntos porcentuales al año entre 2010 y 2013, lo que explicaría el 40% del crecimiento registrado en el periodo.** Por el contrario, el impacto de las variaciones positivas de la demanda interna y su posible efecto sobre las exportaciones –sustitución o complementariedad- no parece ser significativo. En este sentido, una vez asumidos los costes hundidos de internalización y las economías de escala que podrían generarse, parece poco probable que las empresas reviertan esta expansión de su actividad exportadora, pese a la actual recuperación del mercado doméstico.

Referencias

- BBVA Research, Situación España Cuarto Trimestres 2013. "Hechos estilizados del ciclo económico español"
- Belke, A., A. Oeking and R. Setzer (2014) "Exports and capacity constraints — a smooth transition regression model for six euro area countries", ECB Working Paper no. 1740, European Central Bank.
- Bobeica, E., Esteves, P. S., A. Rúa y Staher, K. (2014). Exports and domestic demand pressure: a dynamic panel data model for the euro area countries, Working Papers 2014, 15, Banco de Portugal.
- Esteves, P. S. and Rúa, A. (2013) "Is there a role for domestic demand pressure on export performance?", ECB Working Paper no 1594, European Central Bank.
- García, C., Gordo, Martínez-Martín y Tello (2009). "Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española", Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.
- García, C. y Prades, E. (2015). "Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española", Boletín Económico, Abril 2015, Banco de España.
- Gopinath, G. 2015. "The International Price System." NBER Reporter.
- Hall, P. A. (2012) "The economics and politics of the euro crisis", German Politics, 21(4), 355-371.
- International Monetary Fund (2013) "External rebalancing in the euro area", IMF World Economic Outlook, October, 45-48.
- Melitz, M. (2003) "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", Econometrica, 71(6), 1695-1725.
- Ortega, Burriel, Fernández, Ferraz y Hurtado (2007). Actualización del Modelo Trimestral del Banco de España, Documentos de Trabajo, n.º 0717, Banco de España.

Pedroni, P. (1999). Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 61, 653–670.

Pedroni, P. (2004). Panel Cointegration. Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled

Pesaran, M. H., and R. P. Smith. 1995. Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels. *Journal of Econometrics* 68: 79–113.

Pesaran, M. H., Y. Shin, and R. P. Smith. 1997. Estimating long-run relationships in dynamic heterogeneous panels. *DAE Working Papers Amalgamated Series* 9721.

1999. Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American Statistical Association* 94: 621–634.

Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis. *Econometric Theory* 20, 597–625.

Understanding global trade elasticities: what has changed? *ECB Monthly Bulletin* July 2014,

Vannoorenberghe, G. (2012) "Firm-level volatility and exports", *Journal of International Economics*, 86, 57-67.

Westerlund, J. (2005). New Simple Tests for Panel Cointegration. *Econometric Reviews* 24, 297–316.

Anexo

Este recuadro investiga los determinantes del crecimiento de las exportaciones de bienes mediante un modelo de corrección de error con datos de panel regionales. Siguiendo Pesaran y Smith (1995) y Pesaran, Shin y Smith (1997,

1999), se asume que las exportaciones de bienes regionales siguen un proceso autorregresivo de retardos distribuidos (ADRL) $(1, q_1, \dots, q_{1k})$:

$$X_{it} = \lambda X_{it-1} + \sum_{j=0}^q \delta'_{ij} Z_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \\ (t = 1997q1, \dots, 2015q1) \quad [1]$$

Donde $Z_{i,t-j}$ es un vector $k \times 1$ de variables explicativas (en este caso, el PIB real de los principales socios comerciales como *proxy* de la demanda extranjera, el tipo de cambio efectivo real (REER) como *proxy* de la competitividad-precio, y un indicador sintético del consumo interno regional (ICI). μ_i es un efecto fijo de cada región y ε_{it} , un término de error independientemente distribuido a lo largo de i y t .

Si las variables están cointegradas³⁴ y los regresores son estrictamente exógenos³⁵ se puede expresar [1] como un mecanismo de corrección del error:

$$\Delta X_{it} = \phi_i (X_{it-1} - \theta'_i Z_{it}) + \lambda^* X_{it-1} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta'_{ij} \Delta Z_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

donde $\phi_i = (\lambda_i - 1) < 0$ denota la velocidad de convergencia a la tasa de crecimiento de equilibrio de largo plazo, $\theta_i = \sum_{j=0}^q \delta_{ij} / (1 - \sum_k \lambda_{ik})$ representa la relación de equilibrio entre las variables y $\delta_{ij}^* = -\sum_{m=j-1}^q \delta_{im}$ $j = 1, 2, \dots, q - 1$ el desequilibrio de corto plazo.

En el caso que nos ocupa, la ecuación finalmente estimada por máxima verosimilitud³⁶ es la siguiente:

$$\Delta X_{it} = \phi_i (X_{it-1} - \theta_{0i} - \theta_{1i} \ln PIB_{it} - \theta_{2i} \ln REER_{it}) + \delta_{3i} \Delta PIB_{it} + \delta_{4i} \Delta REER_{it} + \delta_{5i} \Delta ICI_{it} + \varepsilon_{it} \quad [2]^{37}$$

34: Se han realizado test de raíces unitaria tanto de manera individual como en el marco de datos de panel, Pedroni (1999 y 2004) y Westerlund, J. (2005). Los test sugieren que las variables reales son $I(1)$. Los resultados de los contrastes de raíces unitarias y de cointegración en panel están a disposición del lector interesado.

35: Se han realizado test para comprobar la posible endogeneidad de las variables. Los resultados sugieren que podría existir una relación de endogeneidad contemporánea entre las exportaciones y el consumo interno, si bien esta relación desaparece con la variable ICI retardada dos trimestres.

36: El test de Hausman rechaza la existencia de diferencias sistemáticas entre la estimación mean-group (MG) y la estimación pooled mean-group (PMG). El estimador PMG es elegido por ser eficiente. La estimación PMG restringe la relación de largo plazo para ser idéntica entre regiones a la vez que permite unos coeficientes de corto plazo diferentes por comunidades.

37: Como se explicaba anteriormente, la variable ΔICI no se incluye en la primera estimación "tradicional" y se divide en dos para comprobar posibles asimetrías de la elasticidad en la "Estimación tradicional + Consumo asimétrico".

Recuadro 2. España: la evolución del ahorro de las empresas

La estabilidad de la tasa de ahorro a lo largo de estos años ha permitido que la fuerte disminución en la inversión se haya trasladado casi íntegramente a una mejora en las necesidades de financiación de la economía española con el resto del mundo. A pesar de dicha estabilidad, el agregado esconde un aumento significativo del ahorro de las empresas. Para abordar el análisis de los determinantes de este proceso, en el presente recuadro se utilizan datos de la Central de Balances Integrada (CBI). Aunque las conclusiones que aquí se presentan deben tomarse con cautela debido a algunos limitantes de las cifras utilizadas, se observa un comportamiento diferencial de acuerdo al tamaño de la empresa. En particular, las pequeñas y medianas podrían haber aumentado más su ahorro que las grandes y utilizando distintos instrumentos para hacerlo.

Durante la crisis, la caída del ahorro público se compensó con el aumento observado en el sector privado, sobre todo en las empresas

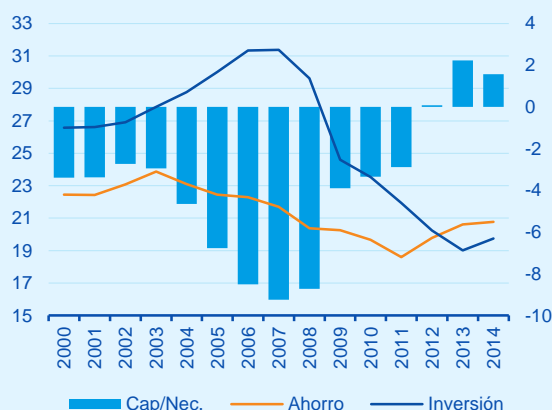
La relativa estabilidad de la tasa de ahorro a lo largo de estos años ha permitido que la fuerte disminución en la inversión se haya trasladado casi íntegramente a una mejora en las necesidades de financiación (véase el Gráfico R.2.1). Así, por primera vez desde la mitad de la década de los ochenta, la economía alcanzó capacidad de financiación en 2013, una situación que se ha logrado mantener en 2014 y en 2015.

Sin embargo, a pesar de dicha estabilidad, un análisis detallado de la evolución del ahorro en España, revela comportamientos muy diferentes entre los agentes económicos. Por ejemplo, el ahorro en el sector público, que alcanzó una tasa del 7,3% del PIB en 2007, pasó a ser negativo a partir de 2009, manteniéndose así hasta el segundo trimestre de 2015, cuando el

consumo de las AA. PP. superó a los ingresos en una cantidad equivalente al 3,1% del PIB. Por el contrario, en el sector privado la evolución de la tasa de ahorro ha sido positiva. En particular, la de los hogares pasó del 3,6% del PIB en 2007 al 6,2% en 2014. En el caso de las empresas, el crecimiento del ahorro fue más intenso, del 8,6% del PIB al 15,5% en el mismo periodo de tiempo³⁸ (véase el Gráfico R.2.2). De hecho, este incremento ha permitido a las empresas generar capacidad de financiación incluso durante el período reciente, cuando se ha observado un aumento de la inversión.

Gráfico R.2.1

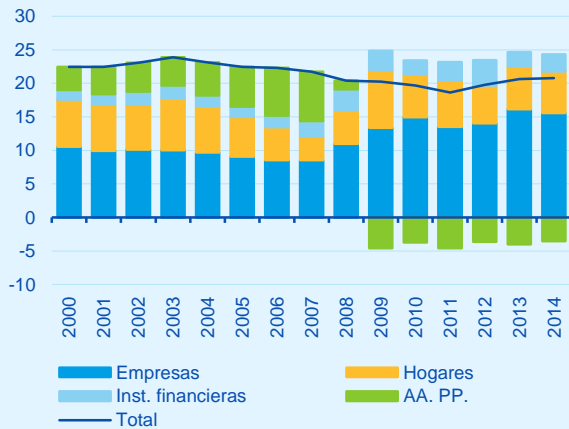
España: capacidad / necesidad de financiación (acumulado anual. % PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

38: Por su parte, la tasa de ahorro de las instituciones financieras permaneció prácticamente constante durante el periodo de la crisis, registrando tasas próximas al 2,5% del PIB.

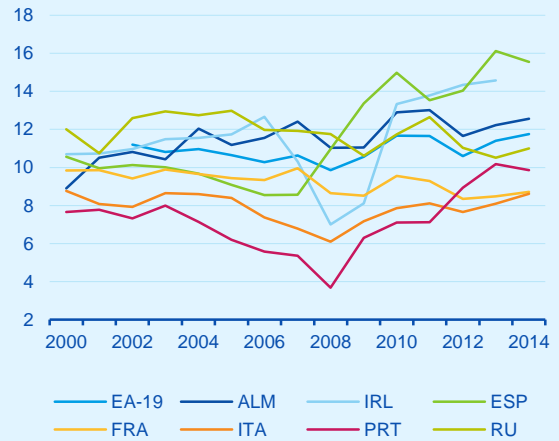
Gráfico R.2.2
España: capacidad / necesidad de financiación (acumulado anual. % PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

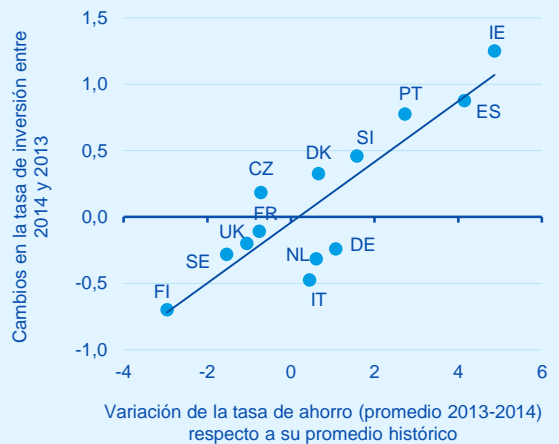
El intenso crecimiento de la tasa ahorro del sector empresarial en España no encuentra parangón en otras economías del entorno y tan sólo es comparable al experimentado por las empresas en Irlanda o Portugal (véase el Gráfico R.2.3). Además, aquellas economías donde más aumentó la tasa de ahorro, respecto a su promedio histórico, han sido las que han registrado un mayor avance en la tasa de inversión (véase el Gráfico R.2.4). Tras esta relación descansa la principal motivación de este recuadro, en el que se trata de averiguar la **procedencia del aumento de la tasa de ahorro durante la crisis económica que explica, en gran medida, al crecimiento de la tasa de inversión.**

Gráfico R.2.3
UE: Tasa de ahorro de las empresas no financieras (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico R.2.4
UE: evolución de la tasa de ahorro y de inversión (acumulado anual. Puntos porcentuales del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Los datos de Central de Balances del Banco de España permiten un análisis más detallado

Para abordar el análisis del comportamiento del ahorro empresarial de los últimos años se ha recurrido a la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España, en colaboración con los Registros Mercantiles. Se trata de una fuente que recopila y mantiene información económico-financiera de las empresas no financieras españolas.

Las ventajas de utilizar esta base de datos residen en la capacidad de diferenciar el comportamiento del ahorro de las empresas de acuerdo a distintas características y el mayor detalle que ofrece respecto a otras bases de datos. En particular la CBI permite llevar a cabo el análisis distinguiendo el comportamiento de las empresas de acuerdo al número medio de personas que trabajan en ella³⁹, a su actividad principal, su carácter público o privado, etc. Además, la CBI ofrece un mayor detalle⁴⁰ de las partidas contables que los datos de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales del INE, que permite una mayor concreción en el análisis. En total, la CBI incluye los datos de unas 600.000 empresas y concentra en torno al 40% del censo empresarial según el DIRCE. De igual modo, la muestra seleccionada representa en torno al 45% del VAB generado por las empresas no financieras (véase la Tabla R.2.1).

En todo caso, algunas limitaciones como la falta de representatividad de la muestra o de homogeneidad en las series, así como la forma en que se obtienen las estadísticas, aconsejan tomar con cautela las conclusiones que aquí se presentan. En primer lugar, las empresas contenidas no constituyen una muestra estadística. Por otro lado, las altas de las empresas están bien representadas, pero no las bajas. Asimismo, la serie no es homogénea ya

que de 2003 a 2007 la clasificación de la actividad se rige por la CNAE 93 y el sistema europeo de cuentas SEC 95, mientras que de 2008 a 2013 las series responden a la CNAE 09 y al SEC 2010, lo que dificulta el análisis por sectores. Además, si bien los datos de la mayoría de las empresas (sobre todo las de menor tamaño y las medianas) provienen de los Registros Mercantiles, los de unas 10.000 empresas (principalmente grandes) se obtienen de la cumplimentación voluntaria de los cuestionarios de la Central de Balances. Por todo lo anterior, las conclusiones que aquí se presentan deberán tomarse con cautela.

Estas limitaciones probablemente están detrás de la diferencia que exhibe el comportamiento de las empresas en las dos bases de datos. En particular, las cifras de la CBI apuntan a que el ahorro del sector productivo no financiero se habría mantenido estable como porcentaje del PIB, en contradicción con el incremento que muestran las Cuentas No Financieras de los Sectores Institucionales (de donde salen las cifras que se han comentado en el anterior apartado).

El objetivo del análisis que se muestra a continuación es determinar cuáles han sido los instrumentos que han utilizado las empresas para incrementar su ahorro, de acuerdo a sus distintas características, sin llegar a explicar completamente el incremento observado durante los últimos años.

39: La clasificación del tamaño empresarial se hace en función del número medio de empleados. Así, se consideran microempresas aquellas que no tienen asalariados y las que presentan menos de 9 asalariados; las pequeñas cuentan entre 10 y 49 asalariados; las medianas presentan entre 50 y 199 trabajadores y las grandes empresas aquellas con más de 200 asalariados.

40: Por ejemplo, en la CBI se detalla una de las partidas que parecen haber jugado un papel relevante en la evolución del ahorro de las empresas, los dividendos. En las cuentas no financieras de los sectores no institucionales del INE esta partida está integrada en una más general, las rentas de la propiedad.

Tabla R.2.1
Representatividad de la Central de Balances Integrada

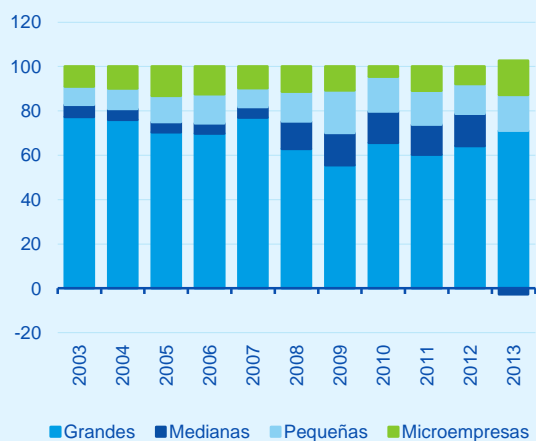
% sobre el total	CNAE 93					CNAE 09					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Num. Empresas	25,7	29,2	33,3	33,0	18,2	30,3	40,5	41,4	42,8	42,4	37,9
VAB pm	37,7	41,5	43,6	43,9	33,9	41,7	45,6	47,3	50,3	49,8	44,3

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

El tamaño de la empresa y la evolución de la actividad, claves para explicar cómo ha cambiado el ahorro del sector productivo

Tradicionalmente, el ahorro de las empresas que muestra la CBI ha estado condicionado por el comportamiento de las grandes que, en promedio, han aglutinado la mayor parte del ahorro bruto total del sector empresarial. En el periodo pre crisis, 2003-2007, las grandes empresas acumulaban algo más del 74% del ahorro bruto total, sobre todo, gracias al ahorro de las de más de 1.000 asalariados. En el periodo de crisis, entre 2008 y 2013, la proporción del ahorro de las grandes empresas cayó hasta el entorno del 63%. En contraposición, la proporción del ahorro respecto al total tanto de las pequeñas como de las medianas empresas aumentó en la crisis. Por su parte, la proporción de ahorro de las microempresas se mantuvo relativamente estable en torno al 10% del ahorro total en ambos periodos (véase el Gráfico R.2.5).

Gráfico R.2.5
Empresas: tasa de ahorro por tamaño empresarial (% total)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Pero, ¿cuáles han sido los principales condicionantes de la evolución del ahorro? La literatura indica cómo principales factores del ahorro empresarial la actividad, la evolución de los consumos intermedios, la carga de intereses derivados de la financiación ajena, los impuestos sobre beneficios y la política de dividendos (Maroto Acín, JM (1999)). Pero, la variación de ahorro de las empresas puede responder a diferentes mecanismos. Por ejemplo en Ruscher and Wolff (2012) se aprecia cómo las empresas alemanas incrementaron su ahorro vía reducción de la compensación a sus trabajadores, al tiempo que en Japón se hizo a través de una reducción de los dividendos. Por otro lado, en Quarterly Report on the Euro Area (2014) se observa cómo las diferentes políticas adoptadas en torno a los dividendos puede condicionar la evolución del ahorro de las empresas: con la crisis, las empresas no financieras en Estados Unidos decidieron reducir notablemente los dividendos pagados a sus accionistas, en la Unión Europea la reducción fue más moderada, lo que corrobora la impresión de que las empresas americanas son, en general, más ahorradoras que las europeas.

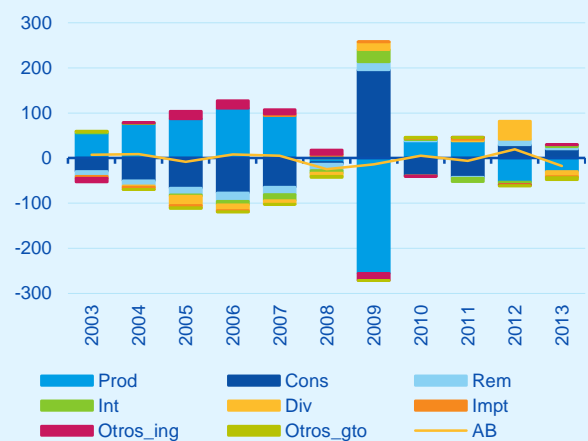
En el Gráfico R.2.6 se observa cómo durante la etapa de auge económico (2003-2007), la buena marcha de la actividad fue el principal factor que sostuvo el ahorro de las empresas.

Con la crisis llegó la contracción de la producción⁴¹ y, por tanto, del resultado de explotación, lo que supuso una reducción de su aportación positiva de este último al ahorro empresarial. Otros factores relevantes que explican la evolución del ahorro son la evolución de los consumos intermedios de las empresas y la remuneración de asalariados. Respecto al primero se observa cómo el aumento de los consumos durante la etapa de expansión impidió un mayor crecimiento del ahorro. Sin embargo, con la llegada de la crisis, los planes de ajuste de las empresas supusieron una reducción de los consumos intermedios, lo que favoreció a la evolución del ahorro. Algo similar se observa con la partida asociada a remuneración de asalariados: el aumento de la producción entre 2003 y 2007 vino acompañada de incrementos en el empleo y en los salarios, lo que supuso un aumento de la remuneración de asalariados por ambas vías, contribuyendo negativamente al ahorro. Sin embargo, entre 2008 y 2013 la contribución de esta partida a la evolución del ahorro se torna positiva: el ajuste de las plantillas de las empresas y la deflación observada en los salarios fueron positivas para la evolución del ahorro.

Otra de las decisiones estratégicas que ha repercutido en la evolución del ahorro de las empresas tiene que ver con la política adoptada en torno al reparto de beneficios entre los accionistas. Mientras que en la etapa de auge se repartían más beneficios en forma de dividendos, con la llegada de la crisis se produjo un cambio de estrategia. A partir de 2009 los dividendos pasan a contribuir positivamente a la generación de ahorro, lo que coincide con la decisión de las empresas de no repartir los beneficios entre sus accionistas, una estrategia que se mantuvo prácticamente a lo largo de toda la crisis.

Por último, destaca la evolución observada por la carga de intereses de las empresas, influenciada por el proceso de desapalancamiento, la política monetaria, la incertidumbre en Europa y la reestructuración de una parte del sector financiero. Entre 2003 y 2007 las empresas aumentaron su endeudamiento, lo que unido a la subida de tipos de interés que se produjo desde 2006 a 2008, dio lugar a un aumento de los intereses adeudados, drenando recursos al ahorro. Es en 2009 cuando se produce un cambio importante en la contribución de este factor del ahorro, pasando a ser positiva, lo que se explica por la corrección que experimentaron los tipos de interés. A partir de entonces se aprecia una menor repercusión de los intereses a la evolución del ahorro por el proceso de desapalancamiento que están llevando a cabo las empresas. A su vez, se observan cambios en los signos de la contribución derivados de la evolución de la curva de tipos y, más concretamente, por los movimientos en torno a la prima de riesgo⁴², cuyo máximo se alcanzó en julio de 2012.

Gráfico R.2.6

Empresas: contribución a la variación del ahorro (pp)

Fuente: BBVA Research a partir de BdE

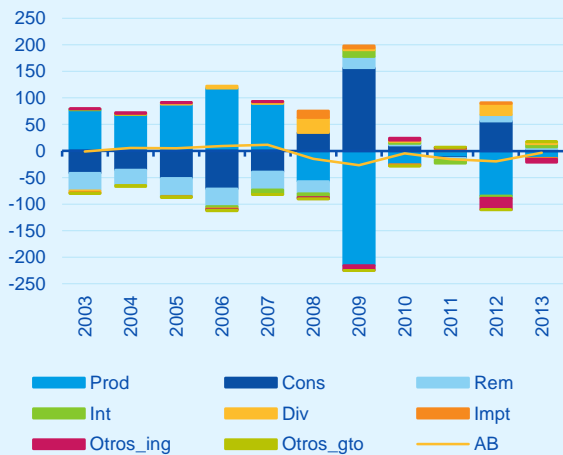
41: Exceptuando los años 2010 y 2011 que coinciden con la pequeña recuperación que experimentó la economía española antes caer de nuevo en depresión.

42: La prima de riesgo de España, medida como el diferencial con el bono alemán del bono a 10 años, alcanzó el máximo un máximo de casi 640 puntos básicos en julio de 2012. A partir de entonces inició su descenso continuo hasta que a finales de 2013 se situaba ligeramente por encima de los 200 puntos básicos.

Por tamaño empresarial los componentes del ahorro muestran un comportamiento heterogéneo

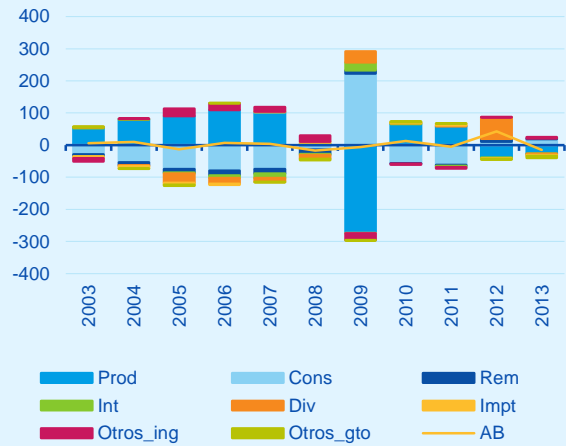
Diferenciando por tamaño de la empresa puede observarse cómo el ahorro en las microempresas es más susceptible a cambios en la producción y en el consumo que el de las de mayor tamaño. La reducción de los consumos intermedios y de la remuneración de asalariados fue clave para sostener la tasa de ahorro en las pequeñas y medianas empresas durante la etapa de crisis (Gráfico R.2.7). Adicionalmente, en las empresas de tamaño medio la relevancia de la financiación ajena provocó que la subida de la prima de riesgo entre 2010 y 2012 incrementara su carga de intereses, lo cual afectó negativamente a su capacidad de generar ahorro.

Gráfico R.2.7
Pequeñas empresas: contribución a la variación del ahorro (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico R.2.8
Grandes empresas: contribución a la variación del ahorro (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por su parte, entre las grandes empresas, la política en torno a los dividendos, junto a la evolución de la producción y los consumos intermedios, ha sido uno de los factores determinantes en la evolución de su ahorro. Así, con la llegada de la crisis las grandes empresas optaron por renunciar al reparto de beneficios, lo que supuso mayores recursos para el ahorro. Este aspecto no se aprecia en las empresas medianas que parece que mantuvieron su política de reparto de dividendos. Destaca también, la menor repercusión de la carga de intereses en la evolución del ahorro, sobre todo entre las más grandes, algo que posiblemente se explique por su mejor acceso a financiación y diversificación en las fuentes de crédito⁴³ (Gráfico R.2.8).

43: En Giménez Zuriaga (2013) se afirma que los problemas de acceso a la financiación son más importantes en las pymes que en las empresas grandes habiéndose recrudescido con la crisis.

En Los retos de financiación del sector empresarial (2014), se lleva a cabo un profundo análisis sobre las diferentes alternativas de financiación a la que, normalmente, tienen acceso las empresas en función de su tamaño, entre otras características.

Conclusiones

La estabilidad de la tasa de ahorro ha facilitado que la economía española muestre capacidad de financiación desde 2013, según las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Esta estabilidad del ahorro se ha logrado gracias al crecimiento del ahorro por parte del sector privado y, sobre todo, por las empresas no financieras, ya que la llegada de la crisis lastró el ahorro público.

A partir de los datos de la Central de Balances Integrada del Banco de España, se observa que a pesar de que la mayor parte del ahorro en el sector empresarial español proviene de las grandes empresas, en la etapa de crisis la aportación de las empresas pequeñas y medianas ha crecido respecto a la etapa de auge en detrimento del ahorro de las grandes.

Entre los factores que han condicionado negativamente la evolución del ahorro empresarial en la etapa de crisis destaca la reducción de los ingresos de las empresas vía caída de la producción. Por otro lado, aunque la carga de intereses se redujo inicialmente por la caída de los tipos de interés, con la subida de la prima de riesgo volvió a aportar negativamente al ahorro, aunque en una contribución inferior a la de la etapa de auge, en parte por el avance en el proceso de desapalancamiento.

Por su parte, varios fueron los factores que favorecieron el crecimiento del ahorro empresarial. La reducción de la partida destinada a la remuneración de asalariados, derivada tanto de la caída del empleo como del ajuste de los salarios. El cambio en la política de reparto de beneficios entre los accionistas: con la crisis las empresas optaron por reducir, e incluso interrumpir, el reparto de dividendos. Todo ello fue acompañado de un proceso de recorte en los consumos intermedios, para ajustarlos a la nueva producción, que fue interrumpido temporalmente en 2010 y 2011 cuando la economía inició una recuperación que finalmente no prosperó.

El análisis del ahorro por tipo de empresa, en función de su tamaño, muestra comportamientos

heterogéneos. Mientras en las de menor tamaño la evolución del ahorro está más supeditada a la variación de los consumos intermedios, que se ajustan a la producción, en las grandes empresas la política de reparto de dividendos ha sido más determinante. Por su parte, la carga de intereses ha afectado más al ahorro de las medianas empresas que de las grandes, posiblemente porque éstas últimas tengan más vías de financiación ajenas a la variación de los tipos de interés.

Bibliografía

Maroto Acín, José Antonio y Melle Hernández, Mónica (1999): Factores determinantes del ahorro empresarial: un análisis exploratorio. Universidad Complutense de Madrid

Eric Ruscher and Guntram B. Wolff (2012): Corporate balance sheet adjustment: stylized facts, causes and consequences. Bruegel working paper 2012/03

Quarterly report on the Euro Area (2014). Volume 13 N°1

Armenter, Roc and Hnatkovska, Viktoria (2011): The Macroeconomics of Firms' Savings. Research department, Federal Reserve Bank of Philadelphia. Working paper N° 12-1

OECD Economic Outlook 82 (2007): Corporate saving and investment: recent Trends and prospects

Menéndez, Álvaro y Mulino, Maristela (2015): Evolución reciente del acceso de las Pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE. Boletín Económico Febrero 2015

Giménez Zuriaga, Isabel (2013): La financiación de las Pymes y la crisis. Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2013)

Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios (2014): Los retos de la financiación del sector empresarial.

Recuadro 3. La política fiscal en la salida de la crisis*

Javier Andrés - Universidad de Valencia | Ángel de la Fuente - FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC) | Rafael Doménech - BBVA Research y Universidad de Valencia

Octubre de 2015

Introducción

¿Qué política fiscal debería adoptar España durante los próximos años, ahora que finalmente parece que lo peor de la crisis ya ha pasado? La mayor parte de la opinión cualificada acepta que tenemos que continuar reduciendo el déficit público hasta acercarnos lo antes posible al equilibrio presupuestario, no sólo porque así lo exigen la normativa europea y nuestra propia Constitución, sino porque, además, se requiere ir reduciendo progresivamente el elevado *stock* de deuda pública.

Incluso en el marco de este consenso básico, existe aún espacio para estrategias muy diversas, tanto en lo que se refiere a la velocidad a la que debe alcanzarse la situación de equilibrio presupuestario como al tamaño del sector público y a la estructura de ingresos y gastos públicos. Quizás la principal línea de división existente en este momento es entre los que piensan que el nivel actual de ingresos públicos sobre PIB (en torno al 38%) es suficiente para atender las necesidades de gasto público de la sociedad española, y aquellos que consideran que el peso del gasto público ha de incrementarse significativamente para asegurar la suficiencia y la calidad de los servicios y prestaciones públicas.

Para tomar una posición informada en este debate es necesario examinar la evidencia reciente. Los defensores más extremos del aumento del gasto suelen basar su caso en el argumento de que los recortes a los que ha obligado la crisis se han traducido en el práctico desmantelamiento del Estado del bienestar, hasta el punto de que resulta imprescindible un rápido incremento del gasto para recuperar unos niveles mínimos de calidad en los servicios fundamentales que se han perdido durante los

últimos años. Como veremos, los datos no son consistentes con esta tesis. Pero, y esta es una de las conclusiones centrales de este trabajo, eso no quiere decir que el volumen actual de ingresos sea suficiente para cubrir todas nuestras necesidades de gasto público.

Algunos cálculos sencillos nos llevan a proponer una estrategia que se sitúa en una posición intermedia entre los extremos que acabamos de describir y, sobre todo, incorpora un tercer margen de actuación que resulta crucial: el de las reformas estructurales con las que aumentar la ocupación y la actividad y, con ellas, la recaudación tributaria sin subir los tipos impositivos.

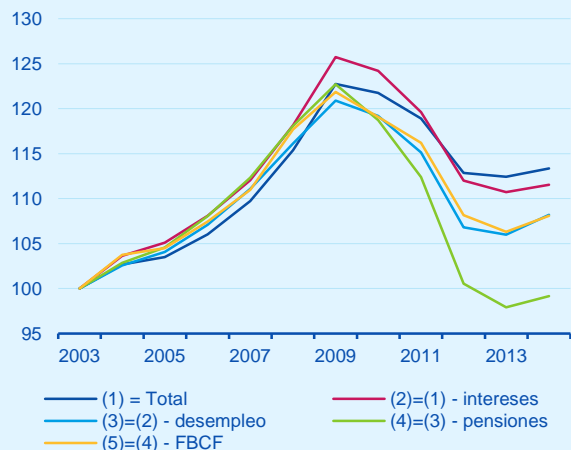
Mirando hacia atrás: ¿hemos tocado hueso?

Utilizando datos de Contabilidad Nacional elaborados por la IGAE (2015a y b), en el Gráfico R.3.1 mostramos la evolución de diversas partidas de gasto, medido en términos per cápita y a precios constantes de 2010 utilizando el deflactor del PIB. El gasto real por habitante del conjunto de las AA. PP. se ha reducido en algo más de nueve puntos porcentuales entre 2009 y 2014. Esta reducción, sin embargo, llega después de un incremento acumulado de 23 puntos porcentuales entre 2003 y 2009, con lo que sigue habiendo un incremento neto de más de 13 puntos entre 2003 y 2014. De nuevo, el gasto total e incluso el gasto neto de intereses por habitante se sitúan en la actualidad al menos en los mismos niveles que en 2007. Los datos, por tanto, no respaldan la percepción de que desde 2009 se ha producido un enorme recorte del gasto que está comprometiendo gravemente los servicios públicos esenciales.

*: Este recuadro resume el artículo de próxima publicación en *Revista de Economía ICE*, titulado "Notas para una Política Fiscal en la Salida de la Crisis" en el que, además de los temas aquí tratados, se proponen una serie de mejoras del marco normativo de la política fiscal así como un mayor activismo en la aplicación de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. En el resto de esta nota, nos referimos a este trabajo como ADD (2015) Los autores agradecen las ayudas del Ministerio de Economía y Competitividad a través de los proyectos ECO2014-59196-P y ECO2014-53150-R.

Gráfico R.3.1

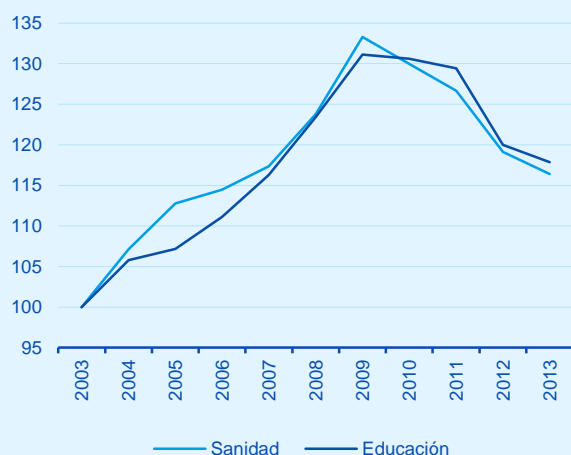
Gasto por habitante a precios constantes, 2003= 100, conjunto de las AA. PP. excluyendo las ayudas al sector financiero



Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Gráfico R.3.2

Gasto corriente por usuario en sanidad y educación del conjunto de las AA. PP. a precios constantes, 2003 = 100



Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Un análisis más desagregado corrobora esta conclusión. En el Gráfico R.3.1 se van sustrayendo sucesivamente del gasto total por habitante, medido a precios constantes, los intereses, el gasto en desempleo y pensiones y la inversión. Tras eliminar el gasto en desempleo y pensiones, además de los intereses, el gasto real por habitante destinado al resto de servicios y prestaciones ha caído casi 24 puntos entre 2009 y 2014, deshaciendo así todo el incremento observado durante los años anteriores a la crisis y

situándose aproximadamente en el nivel de partida observado en 2003.

Por otra parte, ha de tenerse en cuenta que, incluso en estas partidas, la caída del gasto corriente ha sido muy inferior a la del gasto total pues la inversión pública ha experimentado recortes muy sustanciales durante la crisis. Es cierto que si esta política se mantuviera durante mucho tiempo, terminaría teniendo efectos negativos sobre el crecimiento, pero a corto plazo seguramente ha sido una forma razonable de minimizar los efectos adversos de la crisis sobre los ciudadanos. Por ello, la línea azul del Gráfico R.3.1, de la que se excluye también la inversión es seguramente la que nos ofrece una imagen más realista de cómo han evolucionado los niveles de prestación de los servicios generales, tras haber excluido los intereses, las prestaciones por desempleo y pensiones. En términos de este agregado de gasto, la caída de unos 13 puntos per cápita desde su máximo en 2009 no debe esconder una ganancia de 8 puntos desde 2003. Esta ganancia, aunque sin duda modesta en comparación con la que tuvo lugar durante los años del *boom*, no apunta necesariamente a un brutal deterioro en la calidad de unos servicios fundamentales que hace diez años se consideraban satisfactorios. De hecho, el nivel de gasto observado en 2014 es prácticamente el mismo que el existente en 2007, justo antes de que comenzase la crisis económica.

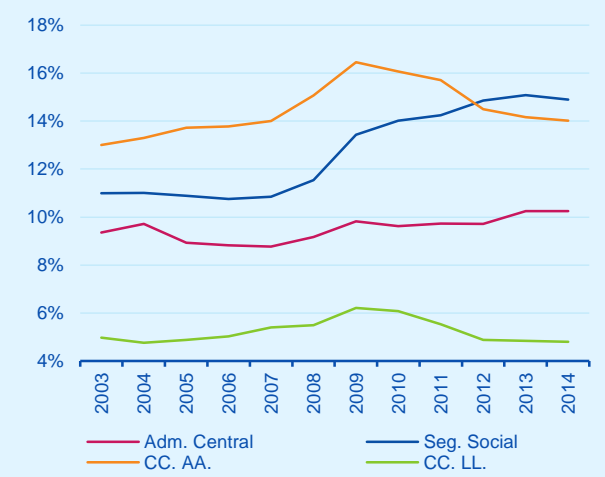
En el mismo sentido, en el Gráfico R.3.2 se muestra (con datos que en este caso sólo llegan hasta 2013) la evolución del gasto corriente por usuario a precios constantes en dos partidas fundamentales por su incidencia sobre el bienestar presente y futuro de los ciudadanos: sanidad y educación. El gasto corriente real dividido por el número de usuarios, medido este último por el número de habitantes en el caso de la sanidad, y por la población en edad escolar en sentido amplio (de 6 a 24 años de edad) en el de la educación, muestra un patrón que ya resulta familiar: fuertes ganancias hasta 2009 seguidas de un recorte en los últimos años de la muestra que nos deja en niveles similares a los existentes al comienzo de la crisis, con ganancias aún muy

respetables durante el conjunto del período analizado.

El Gráfico R.3.3 desagrega el gasto de acuerdo con el nivel de la administración que lo ejecuta, excluyendo de esta partida las transferencias a otras administraciones. Llama la atención el fuerte incremento del gasto de la Seguridad Social, que adelanta en 2012 al de las comunidades autónomas y pasa a ser la administración con un mayor peso en el gasto público.

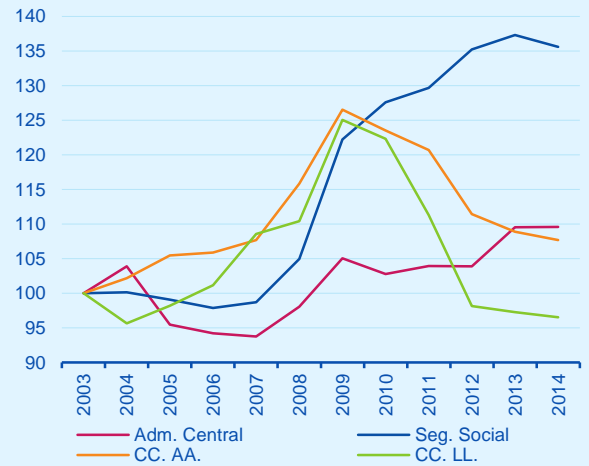
El desglose por partidas de gasto también resulta muy informativo. Como se aprecia en los Gráficos R.3.5 y R.3.6, la partida que más ha crecido durante el conjunto del período de interés ha sido, con diferencia, la destinada al pago de las pensiones contributivas de la Seguridad Social, que ha aumentado su peso en el PIB en 3 puntos entre 2003 y 2014. El gasto en personal, la compra de bienes y servicios, el pago de intereses y las prestaciones por desempleo también han contribuido, en torno a un punto de PIB cada una, al incremento del gasto, mientras que la caída de la inversión ha restado dos puntos de PIB a este indicador.

Gráfico R.3.3
Gasto no financiero neto de ayudas al sector financiero y de transferencias a otras AA. PP., en % del PIB



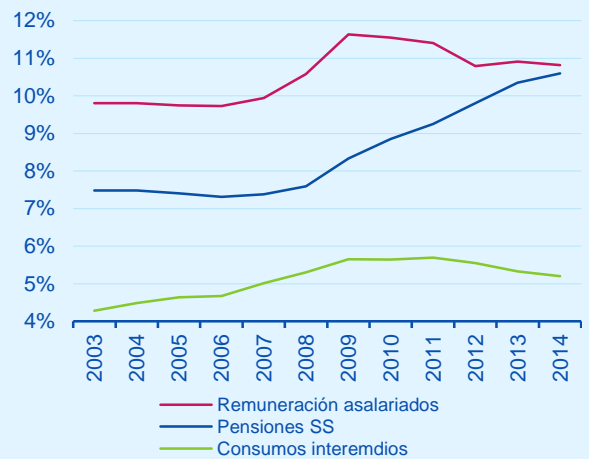
Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Gráfico R.3.4
Gasto no financiero neto de ayudas al sector financiero y de transferencias a otras AA. PP., 2003 = 100



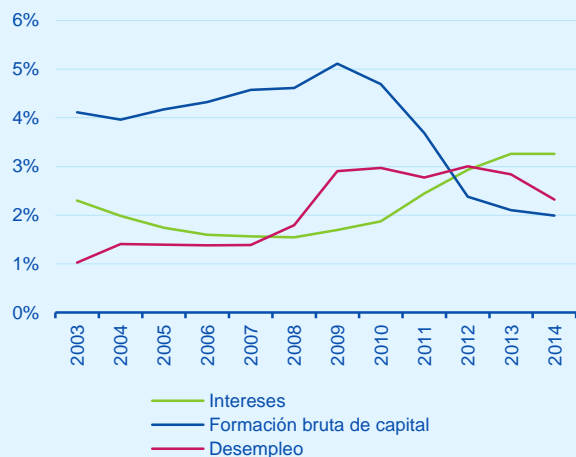
Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Gráfico R.3.5
Remuneración de asalariados, pensiones y consumos intermedios, conjunto de las AA. PP., en % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Gráfico R.3.6

Formación bruta del capital, desempleo e intereses, conjunto de las AA. PP., en % del PIB

Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Mirando hacia delante: ¿es realista el Programa de Estabilidad de 2015?

La reciente actualización del Programa de Estabilidad (PdE, Reino de España, 2015, pp. 31 y siguientes) esboza una estrategia fiscal consistente en mantener constante el nivel actual de ingresos públicos medidos como fracción del PIB (en torno al 38%) a la vez que se reduce gradualmente el ratio de gasto sobre PIB hasta niveles similares a los de 2003, lo que permitiría prácticamente alcanzar el equilibrio presupuestario en 2018. Dadas las tasas de crecimiento previstas del PIB nominal (que aumentan progresivamente del 3,6% de 2015 al 4,6% de 2018), ¿son realistas las tasas de crecimiento de los distintos componentes del gasto público para reducir el gasto público sobre PIB en 5,5 pp hasta el 38%?

Como se muestra en ADD (2015), la partida más problemática es, con diferencia, la que recoge el gasto en pensiones. Para reducir su peso en el PIB en 2018 al nivel observado en 2003, necesitaríamos reducir a un ritmo del 4,7% anual una partida de gasto que ha crecido un 4,4% anual entre 2009 y 2014. Este objetivo parece difícil de alcanzar, dadas nuestras perspectivas demográficas y la tendencia al crecimiento del gasto que se deriva del hecho de que las pensiones iniciales de los nuevos pensionistas

son generalmente más elevadas que las de aquellos que abandonan el sistema por fallecimiento. De hecho, el mismo PdE (p. 49) prevé un crecimiento medio anual del 3% para el gasto en pensiones, lo que es consistente con los datos de crecimiento observado o presupuestado de esta variable en años recientes que se ofrecen en MEySS (2014, p. 217).

Para aproximar la evolución prevista de esta partida sobre PIB, hemos supuesto que el gasto en pensiones crece a un ritmo anual del 3% entre 2014 y 2018. De cumplirse las previsiones de PIB, en 2018 el gasto en pensiones sobre PIB se situaría en 10,18%, o 0,42 puntos de PIB por debajo del valor correspondiente a 2014, pero 2,7 pp por encima de su valor en 2003. Tras comprobar en ADD (2015) que en el resto de partidas del gasto sí que parece factible volver al peso en el PIB de 2003, el menor margen de recorte del gasto en pensiones nos deja con una reducción alcanzable del gasto de unos 2,8 puntos de PIB, frente a los 5,5 que serían necesarios para volver al equilibrio presupuestario, lo que todavía nos dejaría con un déficit público de casi 3 puntos del PIB.

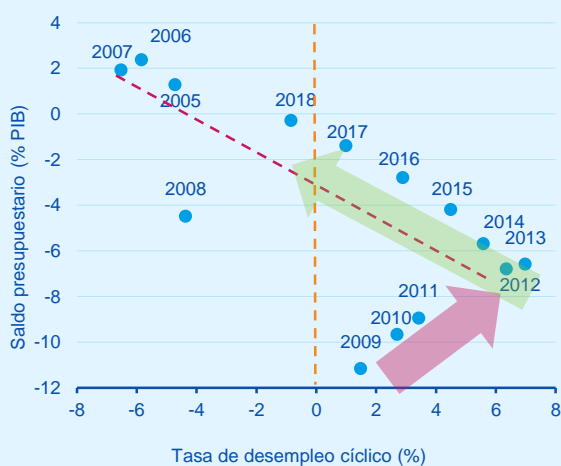
Por otra parte, hay algunas partidas de ingreso donde la “normalización” cíclica debería traducirse en ganancias apreciables de recaudación sin necesidad de cambios normativos. La más importante es el Impuesto de Sociedades, cuya recaudación está a día de hoy en torno a un punto de PIB por debajo de su valor de 2003. Lo mismo sucede con los ingresos tributarios derivados de la compraventa de vivienda, que podrían recuperar unas 4 décimas de PIB.

En resumen, nuestros cálculos sugieren que existe margen para reducir el déficit en 4,16 puntos del PIB entre 2014 y 2018. Puesto que el déficit público estaba en el 5,7% del PIB, nos faltarían en torno a 1,5 puntos adicionales de PIB para llegar al equilibrio presupuestario una vez se normalice la situación.

Este déficit de 1,5 pp del PIB en 2018 coincide aproximadamente con el que estimamos por un procedimiento diferente para una situación cíclica

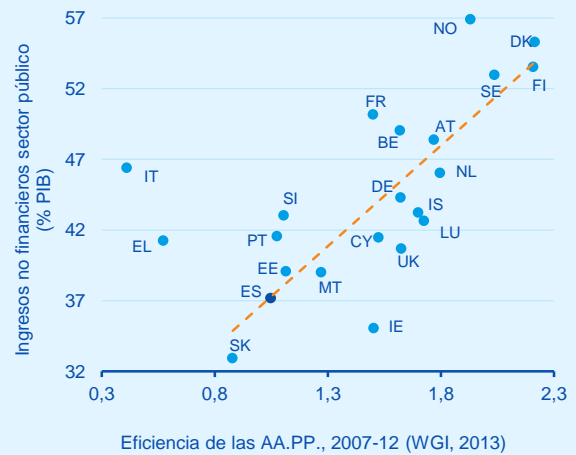
neutral. Este segundo procedimiento de estimación se ilustra en el Gráfico R.3.7. En el eje vertical de este gráfico se representa el saldo presupuestario del conjunto de las AA. PP. como porcentaje del PIB, mientras que eje horizontal mide el componente cíclico de la tasa de desempleo.⁴⁴ En una situación cíclica neutral, el desempleo cíclico es nulo y estaríamos sobre la línea roja vertical que se muestra en el gráfico. En las expansiones, cuando el desempleo cíclico es negativo, el saldo presupuestario tiende a mejorar como resultado del crecimiento de los ingresos públicos y la disminución de algunos gastos, como las prestaciones por desempleo. Por el contrario, en las recesiones ocurre lo contrario, de manera que el saldo presupuestario empeora. Esta sensibilidad del saldo presupuestario al desempleo cíclico aparece representada mediante la línea punteada azul con pendiente negativa, que nos indica que por cada punto de aumento del desempleo el saldo presupuestario tiende a reducirse en 0,75 puntos de PIB, aproximadamente.

Gráfico R.3.7
Saldo presupuestario de las AA. PP. y desempleo cíclico, 2005-2018



Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Gráfico R.3.8
Ingresos públicos sobre PIB y eficiencia de las AA. PP., 2007-2012



Fuente: elaboración propia en base a IGAE

La estrategia del Programa de Estabilidad consiste básicamente en un ajuste cíclico hasta un déficit estructural cercano al 1%, siguiendo la flecha verde del Gráfico R.3.7 a lo largo de una senda de reducción del desempleo derivada de la recuperación económica.

Con estas previsiones, el nivel actual de ingresos tributarios será insuficiente para eliminar el déficit y satisfacer las necesidades actuales de gasto. Esta conclusión se refuerza, además, cuando miramos hacia delante y tenemos en cuenta la considerable presión al alza sobre el gasto público en sanidad, dependencia y pensiones que cabe esperar durante las próximas décadas. La única buena noticia en este campo es que, tal como se ha visto en la sección anterior, no estamos en una situación de emergencia debido a un deterioro de los servicios públicos que exija un aumento urgente del gasto, por lo que podemos ir trabajando simultáneamente en dos estrategias complementarias.

La primera y más prometedora de estas estrategias se centra en introducir reformas estructurales que reduzcan permanentemente nuestra tasa de desempleo. Tal y como se muestra en el Gráfico R.3.7, teniendo en cuenta

44: El desempleo cíclico no es más que la diferencia entre la tasa de desempleo y su componente estructural de largo plazo, que se supone constante en el 18 por ciento en el horizonte de previsión a 2018 del Programa de Estabilidad.

la sensibilidad del saldo presupuestario a la tasa de desempleo, bastaría con que el desempleo disminuyese permanentemente en 4 pp para que el saldo estructural mejorase en unos 3 puntos, dejándonos con un superávit estructural cercano a dos puntos. Aunque la estimación del desempleo estructural incorpora una elevada dosis de incertidumbre, podemos hacernos una idea aproximada de cuál puede ser su nivel y del enorme margen de mejora existente a partir de las tasas de desempleo estructural estimadas para España y para otras economías avanzadas. En el momento de máxima expansión, la tasa de desempleo española llegó a bajar hasta el 8%, mientras que en la crisis económica alcanzó un pico superior al 26%. La media de este mínimo y máximo es ligeramente inferior al 18 por ciento, una cifra muy similar a la estimada con procedimientos econométricos más precisos y sofisticados. Si suponemos una relación lineal entre la disminución del desempleo estructural y la mejora de la cuentas públicas, reducir permanentemente un desempleo estructural cercano al 18 por ciento a niveles próximos al 6 por ciento, como los observados en Alemania, Estados Unidos, Holanda, Reino Unido, Dinamarca o Suecia podría llegar a proporcionarnos un margen de casi 9 puntos del PIB de mejora permanente del saldo presupuestario, lo que nos permitiría también hacer frente al incremento del gasto público que requerirán las pensiones y la sanidad públicas, o a la mejora de otras políticas y prestaciones públicas.

Obviamente una reducción permanente del desempleo de esta magnitud no se va a conseguir de un día para otro, sino lentamente y tras la adopción de muchas medidas complementarias en ámbitos tan distintos como los mercados de trabajo y de productos en cuya reforma resulta imprescindible seguir avanzando. También será necesario mejorar sustancialmente la eficiencia del sector público, los resultados del sistema educativo y de la formación profesional y continua y la calidad de las instituciones. Pero, más allá de ser un objetivo crucial para una sociedad que aspire a acabar con la lacra del

desempleo, una reducción de este calibre de la tasa de desempleo estructural tendría unas enormes implicaciones presupuestarias.

La segunda estrategia consiste en buscar la mejor forma de aumentar nuestros ingresos públicos para cerrar la brecha con las necesidades de gasto que pueda persistir tras haber agotado las posibilidades de racionalización del gasto y de fomento del crecimiento y el empleo. Este aumento de ingresos habrá de ser compatible con el fomento del ahorro, la acumulación de capital humano y, en definitiva, con el crecimiento económico. Sobre cómo avanzar en esta línea hay un amplio acuerdo en que la mejor forma de minimizar las distorsiones ligadas a una mayor recaudación tributaria consiste en aumentar los ingresos mediante la ampliación de las bases impositivas relevantes, manteniendo los tipos de gravamen lo más bajos que sea posible. También hay un consenso, aunque seguramente algo menos general, sobre la conveniencia de aumentar el peso de la tributación indirecta en el total. Estas ideas se han recogido repetidamente en las recomendaciones de los principales organismos internacionales y en los trabajos e informes de numerosos hacendistas españoles, entre lo que cabe destacar el reciente informe de la Comisión de Expertos presidida por el profesor Lagares (Lagares et al, 2014). Aunque no es éste el sitio más adecuado para entrar en detalle en una discusión compleja que exigiría al menos un artículo separado, sí queremos señalar nuestra coincidencia en términos generales con las ideas citadas. En esta línea, una posibilidad atractiva sería la de elevar el tipo medio efectivo de los impuestos indirectos, que es muy inferior al existente en otros países de nuestro entorno, por ejemplo mediante un aumento de los impuestos medioambientales y/o una reducción del número de productos que pagan los tipos reducido y superreducido del IVA. También sería aconsejable ensanchar las bases imponibles del IRPF y Sociedades, quizás eliminando el sistema de módulos y aumentando la vigilancia sobre las rentas no salariales. Finalmente, pensamos que sería buena idea ir hacia un mayor uso de los

mecanismos de copago (especialmente en sanidad y universidades pero también en infraestructuras y transportes), bien diseñados para que nadie pueda quedar excluido en razón de su nivel de renta.

En cualquier caso, el aumento de la presión fiscal debe ir cuando menos acompañado si no precedido por una mejora de la eficiencia en el funcionamiento de las AA. PP. Cuanto mayor sea la eficiencia del sector público más predispuesta estará la sociedad a aumentar su contribución tributaria sabiendo que a cambio recibirá más y mejores servicios. La evidencia disponible para los países europeos, que se muestra en el Gráfico R.3.8, indica que hay una estrecha relación entre la eficiencia de las AA.PP. y el peso de los ingresos públicos sobre el PIB, con excepciones puntuales que no son precisamente historias de éxito.

Conclusiones

Las cuentas públicas españolas desde 2003 muestran un extraordinario aumento de gasto hasta 2009 que sólo se ha revertido en parte: el gasto público per cápita en 2014 es similar en términos reales al que teníamos en 2007, lo que significa que nuestros servicios públicos han contado con los medios para resistir la crisis mejor de lo que habitualmente se dice. Pero esto no nos debe hacer olvidar los retos fiscales futuros a los que hemos de hacer frente. Hay margen para reducciones del gasto público sobre PIB, a medida que éste aumente, manteniendo a corto plazo el gasto público total por habitante a precios constantes y evitando reducciones adicionales a las ya llevadas a cabo durante la crisis. Pero este margen no será suficiente para eliminar por completo el déficit actual y para hacer frente a las crecientes necesidades de gasto que se derivan del envejecimiento de la población. Por todo ello, tenemos que abordar reformas estructurales que aporten recursos fiscales a través de un mayor empleo y un crecimiento más rápido de la economía, así como reformas fiscales lo menos distorsionantes posibles que permitan aumentar moderadamente la recaudación sin necesidad de elevar los tipos de

gravamen, mediante la expansión de las bases tributarias.

Referencias bibliográficas

Andrés, J., a. De la fuente y R. Doménech (ADD, 2015). "Notas para una política fiscal

en la salida de la crisis." De próxima publicación en *ICE, Revista de Economía*.

Andrés, J. y R. Doménech (2015). *En Busca de la Prosperidad*. Ediciones Deusto,

BANCO MUNDIAL (2014). Worldwide Governance Indicators (WGI). <http://goo.gl/T0YjsW>

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (BOE, 2001a). Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria. (BOE num. 298 de 13/12/2001).

<http://www.boe.es/boe/dias/2001/12/13/pdfs/A46819-46825.pdf>

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (BOE, 2001b). Ley Orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria a la Ley General de Estabilidad Presupuestaria. (B.O.E. 14/12/2001)

www.meh.es/.../03_LO_5_2001_complementaria_LGEP_act.pdf

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (BOE, 2006). Ley Orgánica 3/2006, de 26 de mayo, de reforma de la Ley Orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria. (BOE de 27 de mayo de 2006)

<http://www.uned.es/escuela-practica-juridica/LO0306.pdf>

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (BOE, 2007). Real decreto legislativo 2/2007, de 28 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria.

<http://www.boe.es/boe/dias/2007/12/31/pdfs/A53953-53961.pdf>

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (BOE, 2012). Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

<http://www.boe.es/boe/dias/2012/04/30/pdfs/BOE-A-2012-5730.pdf>

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO (IGAE, 2015a). Operaciones no financieras del sector Administraciones Públicas y sus Subsectores.

<http://www.igae.pap.minhap.gob.es/sitios/igae/es-ES/ContabilidadNacional/infadmPublicas/Paginas/ianofinancierasTotal.aspx>

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO (IGAE, 2015b). Contabilidad nacional. Clasificación funcional del gasto de las Administraciones Públicas (COFOG). Información anual.

<http://www.igae.pap.minhap.gob.es/sitios/igae/es-ES/ContabilidadNacional/infadmpublicas/Paginas/iacogof.aspx>

LAGARES, M. et al (2014). Informe de la Comisión de Expertos para la reforma del sistema tributario español. Madrid.

MINISTERIO DE EMPLEO Y SEGURIDAD SOCIAL (MEySS, 2014). Presupuestos de la Seguridad Social. Ejercicio 2015. Informe Económico-Financiero. Madrid.

http://www.seg-social.es/Internet_1/Estadistica/PresupuestosyEstudi47977/Presupuestos/Presupuestos2015/PRESDEF2015INFC/index.htm

REINO DE ESPAÑA (2015). Actualización del Programa de Estabilidad, 2015-2018. Madrid.

http://www.minhap.gob.es/Documentacion/Publico/GabineteMinistro/Varios/PE%202015-18%2030_04_2015.pdf

5 Cuadros

Cuadro 5.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

Promedio anual, %	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
Estados Unidos	2,2	2,2	2,4	2,5	2,5
Eurozona	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,8
Alemania	0,6	0,2	1,6	1,6	1,8
Francia	0,2	0,7	0,2	1,1	1,6
Italia	-2,8	-1,7	-0,4	0,8	1,4
España	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Reino Unido	0,7	1,7	2,9	2,4	2,2
América Latina *	2,8	2,5	0,8	-0,3	0,5
México	4,0	1,4	2,1	2,2	2,5
Brasil	1,8	2,7	0,2	-2,5	-0,5
EAGLES **	5,8	5,6	5,2	4,7	5,0
Turquía	2,1	4,1	2,9	2,8	3,3
Asia-Pacífico	5,7	5,9	5,7	5,6	5,4
Japón	1,7	1,5	-0,1	0,8	1,0
China	7,7	7,7	7,3	6,9	6,2
Asia (exc. China)	4,1	4,5	4,3	4,4	4,8
Mundo	3,4	3,4	3,4	3,2	3,5

(p): previsión

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 6 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.2

Previsiones Macroeconómicas: Tipo de interés a 10 años

Promedio anual	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
EEUU	1,8	2,3	2,5	2,1	2,4
Alemania	1,6	1,6	1,2	0,5	0,7

(p): previsión

Fecha de cierre de previsiones: 6 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.3

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio

Promedio	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,90	0,92
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,11	1,09
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,64
USD-JPY	79,8	97,5	105,8	121,44	130,92
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,30	6,70

(p): previsión

Fecha de cierre de previsiones: 6 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.4

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales

Fin de periodo	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	4,35	4,35

(p): previsión

Fecha de cierre de previsiones: 6 de noviembre de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.5

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIB a precios constantes	2,0	1,7	-0,8	-0,2	0,9	1,5	1,8
Consumo privado	0,7	0,0	-1,2	-0,6	0,9	1,8	1,8
Consumo público	0,8	-0,1	-0,1	0,2	0,8	1,1	0,9
Formación bruta de capital fijo	-0,5	1,8	-3,4	-2,6	1,3	2,3	3,5
Inventarios (*)	1,0	0,4	-0,8	0,2	-0,1	-0,2	0,0
Demanda interna (*)	1,4	0,7	-2,2	-0,6	0,8	1,5	1,9
Exportaciones (bienes y servicios)	11,1	6,8	2,9	2,2	3,9	4,5	4,4
Importaciones (bienes y servicios)	9,8	4,5	-0,7	1,4	4,2	4,9	5,2
Demanda externa (*)	0,5	1,0	1,5	0,4	0,1	0,0	-0,1
Precios							
IPC	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	0,1	1,1
IPC subyacente	1,0	1,7	1,8	1,3	0,9	0,8	1,3
Mercado laboral							
Empleo	-0,6	0,1	-0,4	-0,7	0,6	1,0	0,8
Tasa desempleo (% población activa)	10,0	10,1	11,3	12,0	11,6	11,0	10,4
Sector público							
Déficit (% PIB)	-6,1	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6	-2,2	-1,8
Deuda (% PIB)	83,7	86,0	89,3	91,1	92,1	93,2	92,9
Sector exterior							
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,1	0,1	1,2	1,8	2,1	2,6	2,4

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 6 de noviembre de 2015.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 5.6

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

	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Actividad					
PIB real	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Consumo privado	-3,5	-3,1	1,2	2,9	2,5
Consumo público	-3,7	-2,9	0,0	1,8	0,4
Formación Bruta de Capital	-8,3	-3,7	4,8	6,2	5,5
Equipo y Maquinaria	-8,5	4,0	10,6	8,9	6,3
Construcción	-8,3	-7,1	-0,2	5,6	5,0
Vivienda	-5,4	-7,2	-1,4	3,4	7,5
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-4,3	-2,7	1,6	3,3	2,6
Exportaciones	1,2	4,3	5,1	5,2	5,2
Importaciones	-6,3	-0,5	6,4	6,1	5,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,2	1,4	-0,2	-0,1	0,1
PIB nominal	-2,6	-1,1	1,0	3,7	4,7
(Miles de millones de euros)	1042,9	1031,3	1041,2	1079,9	1131,0
PIB sin inversión en vivienda	-2,4	-1,4	1,5	3,1	2,5
PIB sin construcción	-1,8	-1,0	1,5	2,9	2,5
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-4,3	-2,8	1,2	3,0	2,9
Tasa de paro (% población activa)	24,8	26,1	24,4	22,2	20,5
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-4,4	-3,3	1,1	3,0	2,5
Productividad aparente del factor trabajo	2,3	2,0	0,3	0,2	0,2
Precios y costes					
IPC (media anual)	2,4	1,4	-0,2	-0,4	1,2
IPC (fin de periodo)	2,9	0,3	-0,5	0,0	1,6
Deflactor del PIB	0,0	0,6	-0,4	0,5	1,9
Remuneración por asalariado	-0,1	1,8	-0,1	0,9	1,7
Coste laboral unitario	-2,5	-0,2	-0,4	0,7	1,5
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-0,2	1,5	1,0	1,5	1,9
Sector público					
Deuda (% PIB)	84,4	92,2	97,8	99,0	98,2
Saldo AA. PP. (% PIB) (*)	-6,6	-6,5	-5,7	-4,5	-3,0
Hogares					
Renta disponible nominal	-3,2	-0,8	0,9	2,2	3,3
Tasa de ahorro (% renta nominal)	10,9	9,0	10,2	9,8	9,5

(p): previsión

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fecha cierre de previsiones: 6 de noviembre de 2015.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de España

Economista Jefe de Economías Desarrolladas

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

España

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

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

Alba Duchemin
alba.duchemin@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

Guillermo García
guillermo.garcia.alonso@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

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

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

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

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

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

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

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvarojorge.martin@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Calle Azul, 4
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas
28050 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito Legal: M-31254-2000