

# Situación España

Segundo trimestre de 2015

Unidad de España

- La economía española continúa acelerando su ritmo de crecimiento y mejora sus fundamentales, mientras los riesgos a la baja siguen sin materializarse
- Este entorno debe aprovecharse para avanzar en reformas que permitan continuar creciendo, incluso en escenarios menos favorables.
- Aumentar el ahorro doméstico para incrementar la inversión y reducir el endeudamiento externo, un reto para la economía española
- El mecanismo de segunda oportunidad ayudará al proceso de desapalancamiento de las familias, a una mejor asignación de los recursos y a la promoción de la actividad emprendedora
- La desregulación de servicios: clave para continuar con la mejora de la competitividad

## Índice

1 Editorial	3
2 Entorno internacional	6
3 Perspectivas de crecimiento de la economía española	7
Recuadro 1. El sector privado sostiene el ahorro de la economía durante la crisis	25
Recuadro 2. La competitividad de la economía española y la regulación en el sector servicios	31
Recuadro 3. El mecanismo de segunda oportunidad	37
4 2015 abre paso a una política fiscal más expansiva	40
Recuadro 4. Las finanzas autonómicas en 2014 y el impacto del sistema de financiación	45
5 Cuadros	48

**Fecha de cierre: 30 de abril de 2015**

## 1 Editorial

---

La economía española continúa acelerando su ritmo de crecimiento y mejora sus fundamentales, mientras los riesgos a la baja siguen sin materializarse. Todo lo anterior permite revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2015 hasta el 3,0% y mantener que la economía continuará avanzando por encima de su tendencia durante 2016 (2,7%). En todo caso, se espera que durante los próximos trimestres se produzca una moderación del crecimiento, relacionada con el agotamiento del impulso de factores que han apoyado a la demanda interna. **De no producirse algunos de los riesgos** relacionados con la incertidumbre geopolítica o si las políticas tuvieran un impacto sobre la actividad mayor al esperado, **el sesgo sobre estas previsiones sería al alza.**

Los datos de los últimos tres meses confirman la aceleración de la actividad ya prevista en la anterior edición de esta publicación. En particular, el PIB se incrementó durante el primer trimestre del año un 0,9%, en línea con la estimación de BBVA Research (entre 0,8 y 0,9%), mostrando una fuerte contribución de la demanda interna y de las exportaciones de servicios al aumento de la actividad. En contraste, el aumento de las importaciones y el virtual estancamiento en las ventas de bienes al exterior de los últimos seis meses continúan limitando el incremento de la oferta. En cualquier caso, la tendencia de diversos indicadores apunta a que **el crecimiento podría acelerarse hasta niveles alrededor del 1% durante el segundo trimestre del año**, algo más de lo previsto hace tres meses.

Respecto al comportamiento reciente de la demanda interna, las revisiones realizadas de los datos de renta disponible, de ahorro de las familias y del precio de la vivienda presentan una fotografía más favorable de la evolución de los ingresos y de la riqueza de los hogares durante los últimos trimestres. Por lo tanto, **la fortaleza mostrada hasta ahora por el consumo privado parece más sostenible** y duradera que en el pasado. Este dinamismo podría estar viéndose potenciado por un impacto mayor del esperado de algunas de las políticas públicas previstas o por la no materialización de los riesgos apuntados en el pasado. Por ejemplo, **esta evolución más favorable de la actividad coincide con un déficit del conjunto de las AA. PP. al cierre de 2014 algo más elevado que el esperado.** En particular, un mayor gasto derivado de incentivos fiscales para promover la contratación indefinida o una menor sensibilidad agregada de los ingresos públicos a la recuperación económica explicarían la desviación. Esta política fiscal, ligeramente más expansiva en 2014, junto con las medidas tomadas a partir de principios de año (reducción del tipo medio del IRPF), podrían estar teniendo un mayor impacto en la demanda que el inicialmente previsto. Por otro lado, a pesar de que continúan sin resolverse algunas incertidumbres a nivel europeo (por ejemplo, Grecia) o en el entorno doméstico, ni la evolución del gasto, **ni los indicadores de confianza muestran impacto negativo alguno de los riesgos geopolíticos que se mantienen.** En este sentido, la política monetaria del Banco Central Europeo, las instituciones establecidas durante los últimos años y las medidas tomadas a nivel interno parecen confirmar que la eurozona y España se encuentran mejor preparadas para afrontar escenarios de mayor incertidumbre.

Hacia delante, los “vientos de cola” que ya se destacaban hace un trimestre, y que continuarán apoyando la recuperación doméstica durante los siguientes meses, han intensificado su fuerza. Por un lado, la economía de los principales socios comerciales del país ha tenido un comportamiento algo mejor del esperado, lo que se refleja en una revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB de la UEM para 2015 hasta el 1,6%, acelerándose durante los siguientes meses con tasas de crecimiento cercanas o superiores al 2%. Por otro lado, las ganancias de competitividad impulsadas por la disminución del precio del petróleo, la depreciación del tipo de cambio y la reducción de los tipos de interés durante los próximos dos años probablemente serán superiores a las previstas hace tres meses. Todo lo anterior, junto con el

sólido crecimiento que continúa observándose en la inversión en maquinaria y equipo, consolida un entorno favorable para el aumento de las exportaciones y de la demanda interna.

**En todo caso, diversos riesgos se mantienen sobre este escenario.** En primer lugar, al fuerte dinamismo que han mostrado las exportaciones de servicios (especialmente el turismo), **no se ha sumado el aumento de las ventas de bienes al exterior.** Aunque se asume que este estancamiento es transitorio y, probablemente, consecuencia del fuerte aumento observado en los primeros nueve meses de 2014, existe el riesgo de que ante el crecimiento de la demanda interna, el proceso de internacionalización se haya ralentizado. Este escenario sería preocupante ya que la sostenibilidad de la recuperación y la corrección de los desequilibrios de la economía española dependen, en buena medida, de la consolidación de la tendencia al alza en las exportaciones de bienes y servicios.

En segundo lugar, uno de los retos más importantes para la economía española durante los próximos años es el de **aumentar la inversión, al mismo tiempo que se reduce el endeudamiento con el resto del mundo** para lo que, además de la entrada de inversión extranjera directa, se necesita un incremento del ahorro doméstico. A este respecto, mientras que el sector privado ha dado grandes pasos en este sentido (ver Recuadro 1), existe evidencia de que, cada vez más, el proceso de consolidación fiscal está apoyándose en la recuperación económica y menos en la aplicación de medidas discrecionales. Dado el diseño del sistema de financiación autonómica, en 2014 las comunidades no han podido beneficiarse del incremento de la recaudación y, ante la ausencia de medidas compensatorias por parte del gasto, han aumentado su déficit, incumpliendo los objetivos fijados (ver Recuadro 4). Por lo tanto, es importante que existan planes a medio plazo, con objetivos creíbles por tipo de administración y con medidas que minimicen el impacto sobre el crecimiento y la provisión de servicios sociales, además de que la ejecución presupuestaria sea especialmente rigurosa.

Finalmente, aunque los riesgos de carácter geopolítico parecen no estar teniendo un impacto sobre las decisiones de consumo e inversión de familias y empresas, o sobre los costes de financiación de la economía, no hay garantía de que esto se prolongue en el tiempo. Más aún, a corto plazo **es difícil pensar en un entorno más favorable para las perspectivas de crecimiento en España**, dados los fundamentales descritos anteriormente. **Trabajar para que la economía pueda continuar creciendo a los ritmos actuales**, incluso en escenarios menos propicios, **debería ser la prioridad.** A este respecto, son positivos los esfuerzos realizados por incentivar la contratación indefinida, mejorando la progresividad de las bonificaciones a las cuotas empresariales a la Seguridad Social (primeros 500 euros). En todo caso, **este tipo de impulsos siguen siendo insuficientes** para resolver de forma definitiva el problema de la dualidad del mercado laboral español, que requiere un cambio sustancial del sistema de contratación que reduzca la temporalidad.<sup>1</sup>

**Asimismo, es bienvenida la reforma del sistema de formación profesional para el empleo**, que acierta en el diagnóstico sobre buena parte de los obstáculos que impiden la reinserción de los desempleados. En particular, la reforma avanza hacia incrementar la empleabilidad de los trabajadores, adecuando mejor los contenidos de los cursos a las necesidades del tejido productivo y fomentando la competencia entre proveedores. Dada la heterogeneidad de los desempleados, es necesario **reequilibrar los esfuerzos formativos hacia los individuos con mayores dificultades de inserción laboral.** Además, se recomienda la **puesta en marcha cuanto antes de procesos de evaluación y control rigurosos** que permitan discriminar qué acciones formativas son las más eficaces para cada colectivo.

Por otro lado, también **se valora positivamente la introducción de un marco de insolvencia personal** (ley de segunda oportunidad), ya que una regulación adecuada podrá fomentar la iniciativa emprendedora y

---

1: Ver "Medidas para favorecer la contratación indefinida", BBVA Research y Fundación Sagardoy, 14 de noviembre de 2014. Disponible en: <http://goo.gl/ZVn4V6>

suavizar los impactos negativos de una caída imprevista de ingresos en las personas naturales (ver Recuadro 3). En todo caso, sería **importante crear herramientas de seguimiento y evaluación** de la legislación para poder detectar lo que funciona y corregir lo que no.

Adicionalmente, vale la pena recordar la **importancia de fomentar una mayor competencia en los sectores de bienes no comerciables para ganar competitividad**. Hasta ahora, buena parte de la mejora relativa respecto a los principales socios comerciales se ha dado por un incremento de la productividad, en una magnitud que difícilmente se mantendrá, y la contención de los costes salariales, recuperando parte de la competitividad perdida antes de la crisis. Algunas reformas que se vienen retrasando, como la de los servicios profesionales, son clave para garantizar que las empresas españolas tengan acceso a insumos en condiciones relativamente favorables (ver Recuadro 2), lo que redundaría en un impulso adicional al proceso de internacionalización y crecimiento de la empresa española.

## 2 Entorno internacional<sup>2</sup>

La información disponible sugiere que el crecimiento mundial se habría ralentizado en el primer trimestre de 2015 hasta un ritmo anualizado del 3,0%, casi medio punto por debajo del estimado para el segundo semestre de 2014. Esta desaceleración es consistente con el freno de la actividad en EE. UU., la recuperación más firme de la eurozona y un crecimiento más bajo del grueso de economías emergentes, en particular de China y Sudamérica. En todo caso, se mantiene un escenario de **crecimiento global moderado para los próximos trimestres**, donde se prevé que el PIB mundial se acelere hasta alcanzar un avance del 3,9% en 2016, gracias al soporte de las economías desarrolladas, que obtendrían su mejor registro desde 2010.

La eurozona ha sido una de las economías desarrolladas que ha mostrado un mejor comportamiento relativo en el arranque de 2015. Así, el PIB podría haber crecido entre el 0,4% y el 0,5% trimestral en los tres primeros meses del año, lo que supondría el ritmo más elevado desde mediados de 2011. En lo que respecta a la composición del crecimiento, el consumo privado y las exportaciones estarían compensando la debilidad de la inversión. Por países, Alemania y España estarían liderando el avance del conjunto del área. La relajación de las condiciones de financiación y la depreciación del euro, generadas por el programa de expansión cuantitativa del BCE, junto con el descenso de los precios del petróleo y el carácter menos restrictivo de la política fiscal, están siendo cruciales en la dinámica reciente de recuperación. Hacia delante, el mantenimiento de estos factores de soporte podría elevar el avance anual del PIB de la eurozona al 1,6% en 2015, tres décimas por encima de la previsión contemplada en enero, y al 2,2% en 2016.

En lo que respecta al programa reciente de compras de deuda del BCE (el volumen de adquisiciones de títulos privados y públicos asciende a 134.000 millones euros a mediados de abril), los canales de transmisión que están mostrando una mayor reacción son el cambiario (respecto al dólar su cotización promedio rondaría la paridad durante 2015) y la reducción de los tipos de interés a largo plazo. Lo anterior, junto con la mejora progresiva de la demanda doméstica y el ascenso gradual que se espera del precio del petróleo mantendrá la inflación general próxima al 0% en 2015 y por debajo del 1,5% en 2016. Por lo tanto, aunque se han logrado estabilizar las expectativas de inflación, su mantenimiento en niveles relativamente bajos asegura la permanencia de los impulsos monetarios durante los próximos dos años.

No obstante, este escenario sigue teniendo un **balance de riesgos a la baja**. En primer lugar, por los **conflictos geopolíticos** que puedan suponer disrupciones de la actividad en Oriente Medio o el Este de Europa (Ucrania y Rusia), y que podrían tener un impacto global a través de canales financieros y de expectativas. En segundo lugar, **la desaceleración de China, si es aún más acusada de lo esperado** y lleva a estímulos que **retrasen el necesario proceso de ajuste en sectores altamente endeudados** o con elevada dependencia del mercado inmobiliario. En tercer lugar, pero no por ello menos relevante, **la incertidumbre sigue estando presente en el área del euro**. A la valoración positiva de los avances en la unión bancaria y al fortalecimiento del ciclo económico, se contraponen **el riesgo de la falta de acuerdo entre Grecia y las autoridades europeas** para garantizar la financiación del país sin comprometer la agenda de reformas orientadas a mejorar su capacidad de crecimiento estructural y asegurar su suficiencia financiera. Si el desacuerdo llega a producir incumplimientos en el servicio de la deuda griega, se abriría un escenario que podría terminar con la salida de Grecia de la eurozona, pero que en cualquier caso testaría la capacidad del BCE para evitar el contagio financiero y de las autoridades para mostrar su compromiso con un fortalecimiento adicional de la unión monetaria.

2: Para un mayor detalle, véanse las publicaciones Situación Global y Situación Europa de BBVA Research, correspondientes al segundo trimestre de 2015.

### 3 Perspectivas de crecimiento de la economía española

#### La mejora de fundamentos respalda el repunte de la actividad

La economía española inauguró 2015 reforzando la recuperación emprendida a mediados de 2013. A pesar de que el entorno no ha estado libre de riesgos<sup>3</sup>, durante los últimos tres meses se ha asistido a una **aceleración de la actividad amparada en factores tanto externos como internos**. Entre los primeros, destacan una **reducción mayor de la esperada en el precio del petróleo, la mejora algo más intensa que la prevista de la demanda europea y, sobre todo, un mayor impacto de la política monetaria del BCE** a través de una depreciación más importante del tipo de cambio. Respecto a los segundos, la política fiscal ha dejado de ser contractiva. Asimismo, **la mejora gradual del mercado laboral y la confianza, continúan favoreciendo las decisiones de consumo e inversión**, lo que se apoya, en parte, en **elementos estructurales tales como la corrección de los desequilibrios internos y algunas de las reformas acometidas**. Al respecto, se percibe una mejora de los determinantes de algunas partidas de la demanda privada (por ejemplo, en el consumo), más robusta que la anticipada hace tres meses, lo que las sitúa en cotas próximas a sus niveles de equilibrio de largo plazo. Finalmente, algunos de los riesgos previstos hace tres meses no se han producido (geopolíticos), o han tenido un impacto menor al esperado e incluso han podido afectar positivamente a la actividad en el corto plazo (relajación del ajuste fiscal).

En resumen, los fundamentos de la economía española avalan la consolidación de la recuperación durante el próximo bienio. **Se espera que el PIB continúe aumentando por encima de su crecimiento tendencial, aunque también se prevé una desaceleración moderada** durante los próximos meses, habida cuenta del menor viento de cola que ejercerán algunos factores –como el precio del petróleo o la rebaja fiscal– y de la incertidumbre que podría darse como consecuencia de eventos de carácter geopolítico. Lo anterior se traduciría en un crecimiento del PIB del 3,0% en 2015 y del 2,7% en 2016. Este ritmo de expansión podría trasladarse a una **creación neta de empleo en torno a 1.000.000 de puestos de trabajo al final del periodo**, con una reducción de la **tasa de paro, que la podría llevar incluso por debajo del 20% al final del horizonte de previsión**<sup>4</sup>.

Si bien el escenario presentado en este informe incorpora una revisión al alza en las expectativas de crecimiento para 2015 (de 0,3 pp), **los elementos que subyacen a la recuperación esperada no han cambiado** desde la anterior edición de esta publicación. Durante los próximos dos años, **el crecimiento económico descansará principalmente en la demanda doméstica** que, por primera vez desde 2007, exhibirá un saldo anual positivo en todos sus componentes.

#### La actividad repunta y no muestra signos de agotamiento para el resto del semestre

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 0,9% t/t en el 1T15**<sup>5</sup>, en línea con lo anticipado hace tres meses (BBVA Research: entre el 0,8% y el 0,9% t/t). De confirmarse esta estimación, el ritmo de expansión de la actividad habría sido algo más intenso que el registrado en los compases finales de 2014 (0,7% t/t en 4T14) y supondría un crecimiento interanual en torno al 2,6% a/a, el mayor desde principios de 2008.

3: Donde destacan la desaceleración de las grandes áreas geográficas (con la excepción de la UEM) y la persistencia de la volatilidad financiera y de las tensiones geopolíticas.

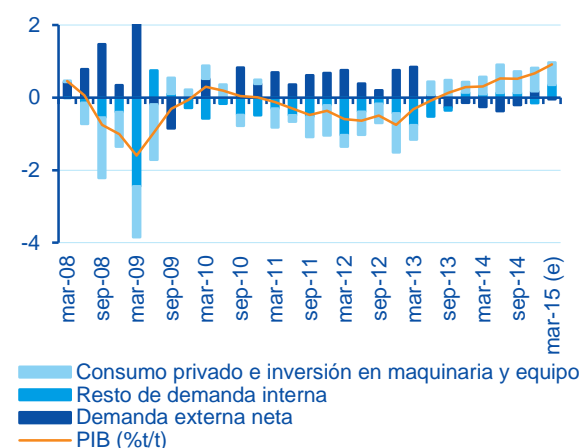
4: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo anual del 3,0 y la tasa de paro se situará en torno a 21,3% en 2016.

5: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 4T14 se publicará el próximo 28 de mayo, siendo posible la revisión de la estimación avance.

En lo que respecta a la composición del crecimiento, los indicadores parciales de coyuntura señalan que la **demanda doméstica (principalmente la privada), habría sustentado enteramente el repunte de la actividad (+0,9 pp t/t)**, (véase el Gráfico 3.1). En contrapartida, **la demanda externa neta habría hecho una aportación nula al crecimiento (+0,0 pp t/t)**, habida cuenta del práctico estancamiento de las exportaciones de bienes. Esta aparente rigidez de los flujos comerciales a la mejora de sus fundamentos se debe, al menos en parte, al efecto base tras los repuntes observados durante la mayor parte de 2014 y, por tanto, se espera que sea de carácter temporal.

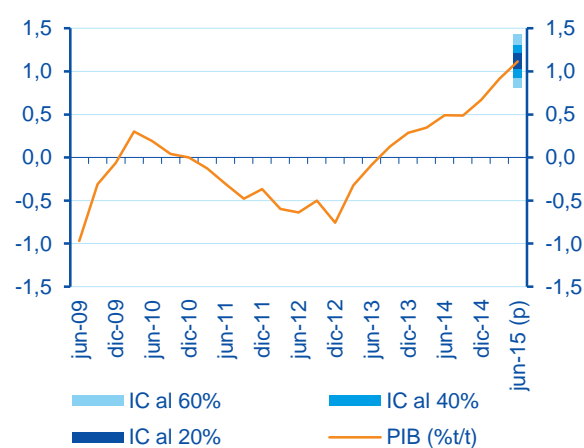
**De cara al segundo trimestre de 2015**, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que la economía española continúa consolidando su recuperación, pudiendo registrar **un ritmo de crecimiento al menos igual que el observado durante el primer trimestre del año, que según la previsión de MICA-BBVA<sup>6</sup> podría alcanzar el 1,1% t/t** (véase el Gráfico 3.2). Esta trayectoria de mejora es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)<sup>7</sup>, que siguen mostrando unas expectativas de crecimiento favorables (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)

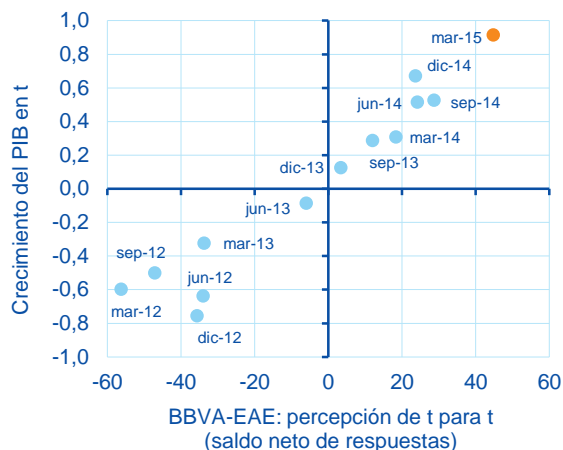


(p): previsión.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

6: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: <http://goo.gl/zeJm7g>  
7: 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/epUjnr>

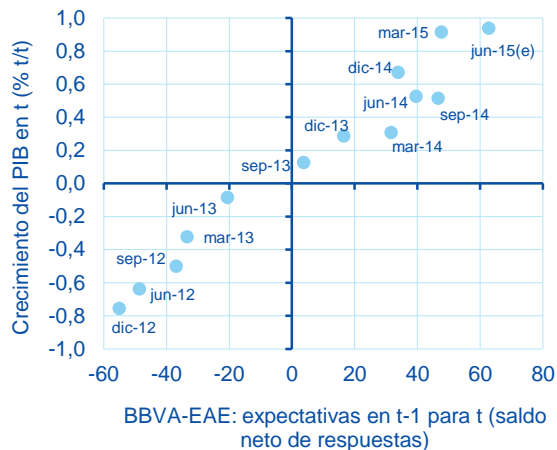


Gráfico 3.3  
España: crecimiento económico y percepción de los participantes en la EAE-BBVA



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



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

## La recuperación de la demanda doméstica privada se consolida

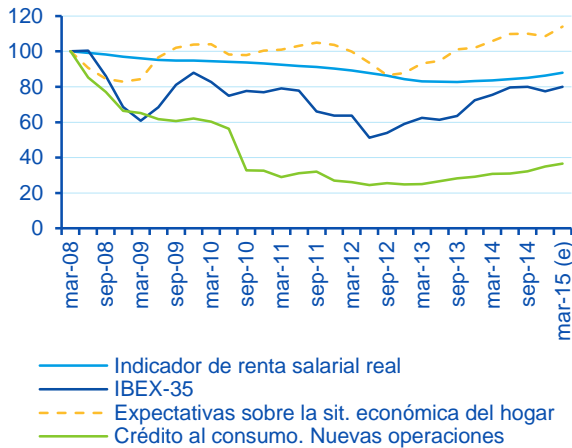
Los indicadores de consumo –sobre todo, de bienes duraderos y de servicios– indican que **el gasto de los hogares habría vuelto a crecer con brío en el primer trimestre del 2015<sup>8</sup>**. La renta disponible de las familias se habría visto favorecida por la creación de empleo y la reforma del IRPF<sup>9</sup>. La revalorización de las cotizaciones bursátiles y la estabilización del precio de la vivienda habrían contribuido a incrementar la riqueza neta entre enero y marzo. Además del avance de sus fundamentos, el consumo privado también se ha visto beneficiado por la mejora de la percepción de los hogares sobre la situación económica<sup>10</sup> y por el crecimiento de las nuevas operaciones de crédito al consumo (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 0,9% t/t en el 1T15 (3,6% a/a), en línea con el trimestre precedente** (véase el Gráfico 3.6).

8: Un análisis detallado de la evolución del gasto de los hogares por tipo de producto se puede encontrar en la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre del 2014, disponible en: <http://goo.gl/Vvi9sv>.

9: 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>

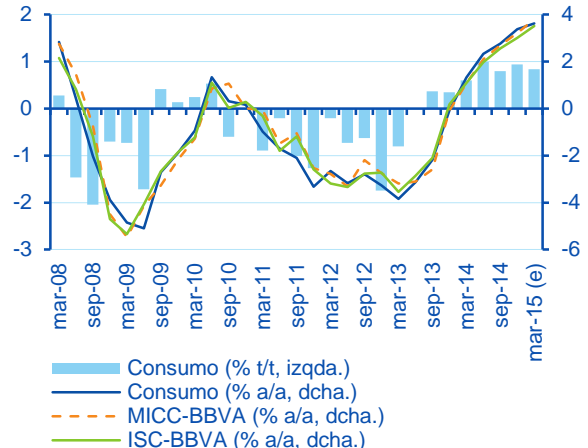
10: La percepción de los hogares sobre la situación de la economía española está en máximos históricos y sobre su situación financiera, en niveles de 2001. Más detalles en: <http://goo.gl/d4XlrX>

Gráfico 3.5  
España: determinantes del consumo  
(Datos CVEC. 1T08 = 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



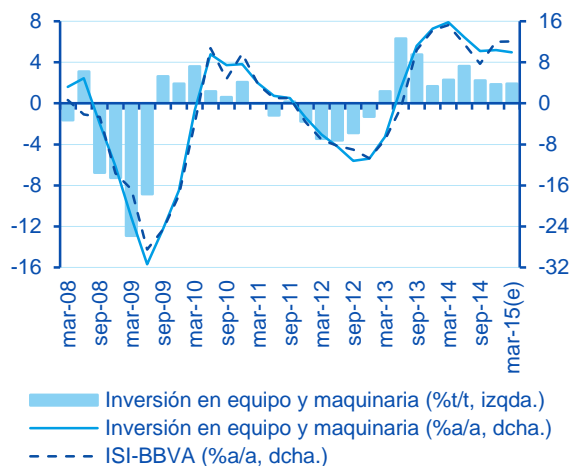
(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los indicadores parciales de la inversión en maquinaria y equipo relativos al 1T15 justifican un crecimiento similar al registrado en el trimestre anterior. Entre ellos, destacan la recuperación de los flujos comerciales de bienes de capital y el buen dato de venta de vehículos industriales. El IPI y los pedidos de bienes de equipo también se comportaron algo mejor que en el último trimestre del pasado año. Únicamente la confianza industrial experimentó una corrección a la baja tras el extraordinario registro del 4T14. Así, tal y como muestra el Gráfico 3.7, el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) sugiere que esta partida de la demanda ligaría nueve trimestres consecutivos de crecimiento con un aumento del 1,9% t/t (10,0% a/a) en el primer trimestre del año.

Tras cuatro trimestres consecutivos de crecimiento, los indicadores de la inversión en vivienda mantuvieron la tendencia de recuperación en el 1T15. El tono del mercado laboral en la construcción continuó siendo positivo, los datos de visados mejoraron respecto al trimestre precedente y la confianza de los empresarios del sector volvió a aumentar con fuerza. Además, la venta de viviendas, tras descontar su estacionalidad, siguió mostrando una trayectoria de crecimiento. En consecuencia, el indicador sintético de inversión en construcción de vivienda (ISCV-BBVA) revela un avance de esta partida de la inversión del 1,2% t/t (3,3% a/a) en el 1T15 (véase el Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7

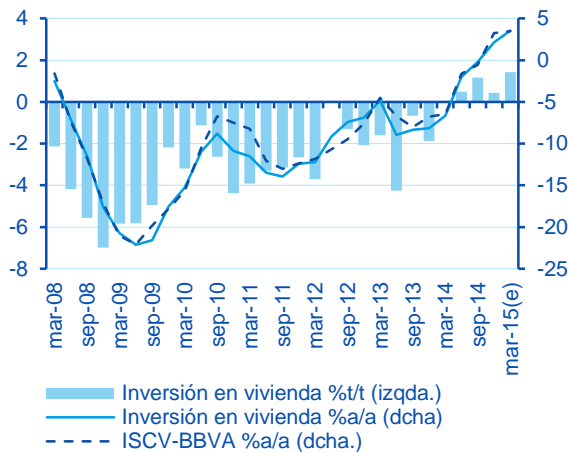
**España: datos observados y estimaciones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria**



(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**



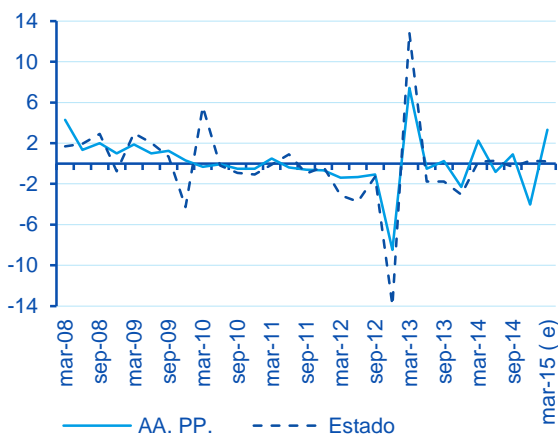
(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

## La demanda pública repunta en el arranque de 2015

Tras el inesperado ajuste a la baja del consumo público observado durante el cuarto trimestre de 2014, se espera que se haya producido una recuperación a lo largo del primer trimestre del presente año. Con los datos de ejecución presupuestaria del Estado a marzo de 2015 se estima que, una vez corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario (CVEC), el gasto nominal en consumo final de la administración central se habría mantenido relativamente estable respecto al trimestre anterior (véase el Gráfico 3.9). Sin embargo, **el consumo real de las administraciones públicas habría cerrado el primer trimestre del 2015 recuperando cierto dinamismo respecto al cierre de 2014 (1,0% t/t: -0,6% a/a)**. Al respecto, los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) sugieren que el **componente salarial habría contribuido al aumento del gasto real**. De hecho, el número de asalariados del sector público creció el 1,1% t/t CVEC entre enero y marzo, encadenando dos trimestres al alza (véase el Gráfico 3.10).

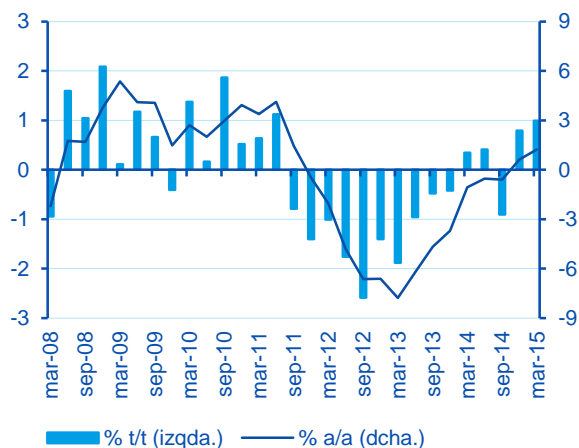
Por su parte, los datos de licitación de obra pública señalan que durante los primeros meses del año se habría moderado su dinamismo debido, principalmente, al efecto base derivado de los intensos repuntes de 2014 (33,0 % en promedio anual) desde niveles históricamente reducidos. Con todo, la recuperación acumulada de la licitación en el pasado año estaría contribuyendo a la **mejora gradual de la inversión en construcción no residencial**, que en el primer trimestre de 2015 habría crecido en torno al 0,9% t/t (5,1% 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

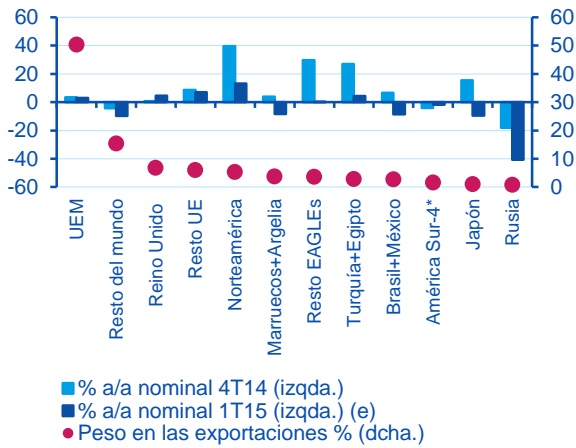
## Las exportaciones totales comienzan el año en modesta expansión

El comienzo de 2015 se caracterizó por una **coyuntura exterior dominada por la desaceleración de las grandes áreas geográficas, con excepción de la UEM** que evidenció signos de mejora. A pesar de la depreciación del euro y la reducción de costes inducida por el precio del petróleo, la desigual evolución del crecimiento mundial habría dado paso a un **práctico estancamiento de las exportaciones de bienes en el 1T15 (0,1% t/t; 5,9% a/a)** (véase el Gráfico 3.11). Así, a pesar del tono positivo de las expectativas industriales (cartera de exportaciones), los indicadores de gasto de balanza comercial y ventas exteriores de grandes empresas sugieren que la atonía de las exportaciones de bienes se habría prolongado en 1T15 tras el elevado crecimiento registrado en los dos trimestres centrales de 2014.

En contrapartida, el comportamiento de **los servicios en el primer trimestre del año (1,6% t/t; 3,5% a/a)** habría apuntalado el crecimiento de las exportaciones totales. En lo que respecta al turismo, se estima que **el consumo de no residentes en el territorio nacional habría crecido de nuevo con fuerza (1,4% t/t; 3,6% a/a)**, lo que volvería a situar la actividad del sector en niveles récord. Al respecto, la entrada de turistas habría aumentado en un 1,0% t/t, y el gasto real realizado por estos lo habría hecho en un 2,3%. Igualmente, **se estima una evolución positiva de las exportaciones de servicios no turísticos en el primer trimestre de 2015 (1,8% t/t; 3,4% a/a)**, que daría continuidad a la tendencia al alza observada en el segundo semestre de 2014 (2,4% t/t y 2,3% a/a en promedio).

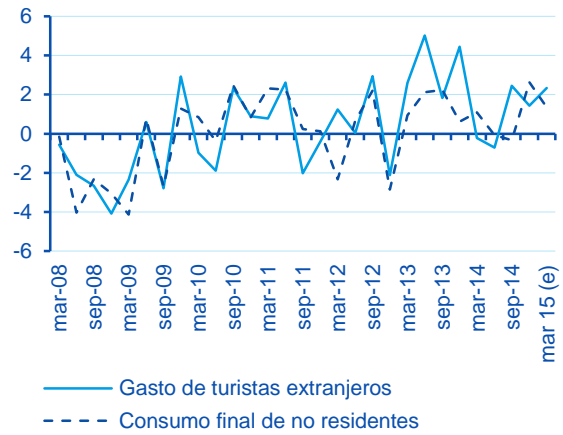
**En síntesis, las exportaciones totales habrían crecido de forma modesta en 1T15 hasta el 0,5% t/t (5,2% a/a)**, si bien se espera un repunte del crecimiento en los próximos trimestres tras el buen cierre de 2014 (4,2%).

Gráfico 3.11  
España: datos observados y estimaciones de las exportaciones de bienes por áreas geográficas



\* América Sur-4 incluye a Colombia, Venezuela, Argentina y Chile  
(e): estimación con datos hasta febrero de 2015.  
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.12  
España: datos observados y estimaciones de las exportaciones de servicios turísticos (% a/a CVEC)



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

En línea con el comportamiento de las exportaciones, los indicadores adelantados disponibles al cierre de esta revista sugieren un **crecimiento moderado de las importaciones en el primer trimestre del año, hasta el 0,6% t/t (7,3% a/a)**. No obstante, tras la recuperación de 2014, las importaciones probablemente convergerán a una senda de crecimiento más elevado en lo que resta de año, asistidas por las perspectivas favorables tanto de exportaciones como de demanda interna.

En síntesis, los elementos mencionados anteriormente sugieren una **aportación nula de la demanda externa neta al crecimiento trimestral en el 1T15 (0,0% t/t; -0,5 pp a/a)**. Tras el cierre de 2014 en positivo (0,8% del PIB), se estima que el saldo de la balanza por cuenta corriente acumulado a cuatro trimestres continuó registrando superávit en el primer trimestre del año (1,2% del PIB).

## Los indicadores del mercado laboral arrojan señales mixtas a comienzos del año

La **recuperación del mercado de trabajo prosiguió en el 1T15**. Descontadas las variaciones por causas estacionales, **la afiliación media a la Seguridad Social creció por sexto trimestre consecutivo, mientras que el desempleo registrado enlazó siete trimestres a la baja**. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó el 1,1% entre enero y marzo, tres décimas más que en el 4T14, mientras que la caída del desempleo registrado se aceleró ocho décimas hasta el -2,5% t/t (véase el Gráfico 3.13). La contratación también cobró dinamismo en el primer trimestre (5,5% t/t CVEC), tanto la temporal (5,4%) como, sobre todo, la indefinida (6,4%). Durante la vigencia de la 'tarifa plana' de 100 euros para la contratación indefinida de nuevos trabajadores (desde mar-14 hasta mar-15), el número de contratos indefinidos aumentó el 25%, descontada la estacionalidad, mientras que el de temporales lo hizo el 14%. Con todo, la prevalencia de la contratación temporal apenas se redujo siete décimas hasta el 91,6% CVEC.<sup>11</sup>

11: Una evaluación de la medida se puede encontrar en el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre del 2014, disponible en: <http://goo.gl/oT6DLQ>. Desde marzo, la 'tarifa plana' ha sido sustituida por una reducción de la aportación empresarial a la cotización a la Seguridad Social por contingencias comunes de 500 euros (si la contratación es a tiempo completo). Este nuevo sistema corrige uno de los inconvenientes de la 'tarifa plana': su carácter regresivo. Con la tarifa progresiva, los trabajadores con bases de cotización reducidas, que son quienes tienen una mayor

Sin embargo, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 1T15 reveló una mejora del empleo más débil que la apuntada por los registros de afiliación. En términos brutos, la ocupación disminuyó en 114.300 personas entre enero y marzo debido a la estacionalidad negativa del periodo. Descontado este factor, el número de ocupados habría crecido en torno a 85 mil personas (0,4% t/t CVEC), la mitad que en el 4T14 (170 mil personas; 0,8% t/t CVEC).

La destrucción de empleo en términos brutos se debió a la reducción del número de trabajadores en el sector privado, tanto asalariados (-118.300 personas) como trabajadores por cuenta propia (-25.200). Por el contrario, el empleo público aumentó en 29.200 asalariados, el crecimiento más elevado desde mediados del año 2011.

El descenso de la población activa (-127.400 personas) compensó la destrucción de empleo, por lo que la tasa de paro tan solo creció una décima hasta el 23,8% (véase el Gráfico 3.14). Descontada la estacionalidad, la tasa de desempleo se redujo por sexto trimestre consecutivo; en esta ocasión, seis décimas hasta el 23,7% CVEC.

Gráfico 3.13

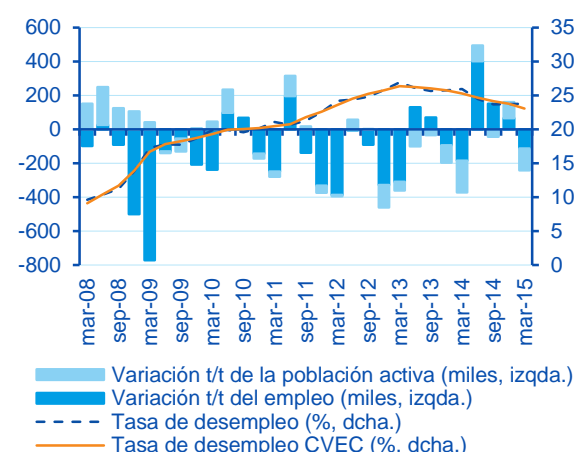
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (variación mensual en miles de personas, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.14

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Los niveles actuales del precio del petróleo favorecen la contención de precios y costes

La caída de los precios al consumo se atenuó en el arranque de 2015, hasta alcanzar el -0,7% a/a en marzo<sup>12</sup>. La inflación general negativa se debe a la presión a la baja en el componente energético (-7,4% a/a en marzo) derivada, principalmente, del descenso de los precios del petróleo entre junio de 2014 y enero de 2015 (-56,4% hasta cerca de los 50 dólares por barril). Desde enero se asiste a una corrección al alza en la cotización del crudo que, junto a la depreciación del tipo de cambio del euro, explican la menor caída de la inflación general al cierre del 1T15. Por su parte, la contención de los precios subyacentes continúa, y se habría saldado con un crecimiento positivo, aunque moderado, en marzo (0,2% a/a). Así, la contribución de la inflación subyacente al crecimiento interanual de los precios se situó en marzo

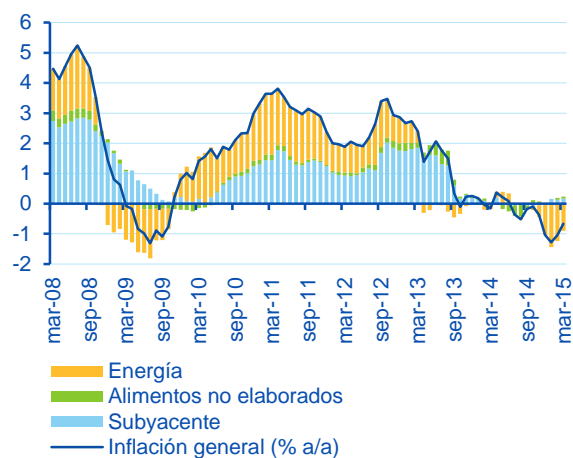
probabilidad de encontrarse desempleados y cuya demanda de empleo es más sensible a las variaciones de los costes no salariales, se verán relativamente más beneficiados.

12: El indicador adelantado del IPC confirmó la moderación esperada de la caída de la inflación en abril (de 0,2 pp hasta los -0,6% a/a). Nuestras estimaciones sugieren que los precios subyacentes continúan en el 0,2% a/a. Para más detalles véase: <http://goo.gl/nrbNyb>

cerca de los 0,2 pp a/a, mientras que la del componente residual en los -0,8 pp a/a (energía: -0,9 pp a/a y alimentos no elaborados: +0,1 pp a/a) (véase el Gráfico 3.15).

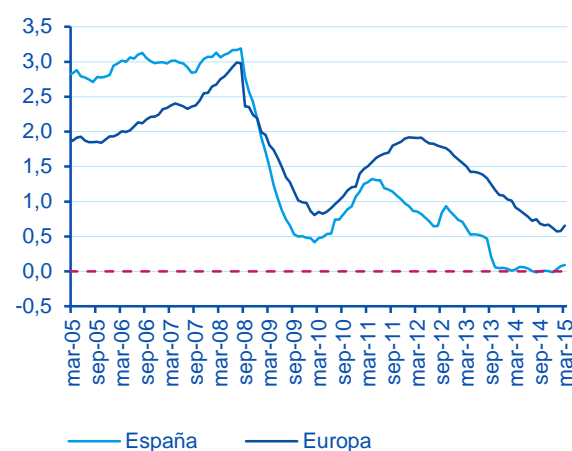
De acuerdo con las estimaciones de BBVA Research, la estabilización de los precios subyacentes en la economía española continúa produciéndose en un entorno de moderación de la inflación europea y de recuperación de la competitividad-precio en España. Así, **el diferencial de inflación respecto a la zona euro, medido en términos del componente tendencial, se mantiene favorable a España en torno a los -0,6 pp** (véase el Gráfico 3.16)<sup>13</sup>.

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

**La baja inflación subyacente siguió favoreciendo la contención de las demandas salariales durante el primer trimestre.** El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo aumentó en torno al 0,7% a/a entre enero y marzo en los 600 convenios revisados plurianuales y el 0,5% en los firmados a lo largo del año en curso (apenas 54), que tan solo vinculan a 54.500 trabajadores<sup>14</sup> (véase el Gráfico 3.17). A pesar de que todavía no se ha alcanzado un nuevo Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC), el aumento salarial pactado roza el establecido como límite máximo en el II AENC<sup>15</sup> para el conjunto del 2014. 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 3,5%.

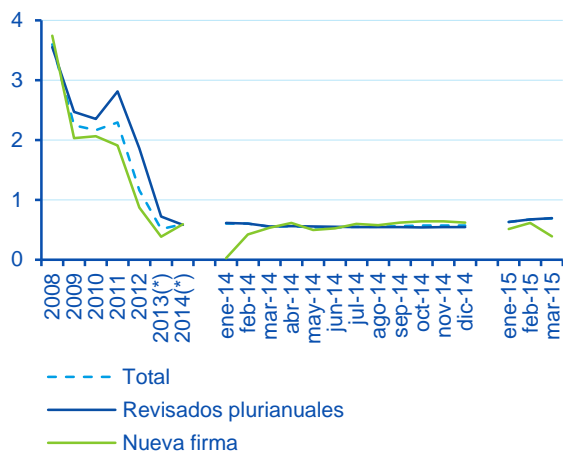
13: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/j0rIT8>

14: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los 2,0 millones hasta marzo cuando se incorporan los afectados por los convenios firmados antes del 2015 (1.977.000). Esta cifra es un 25,2% menor que la registrada hasta marzo del 2014.

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

Gráfico 3.17

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



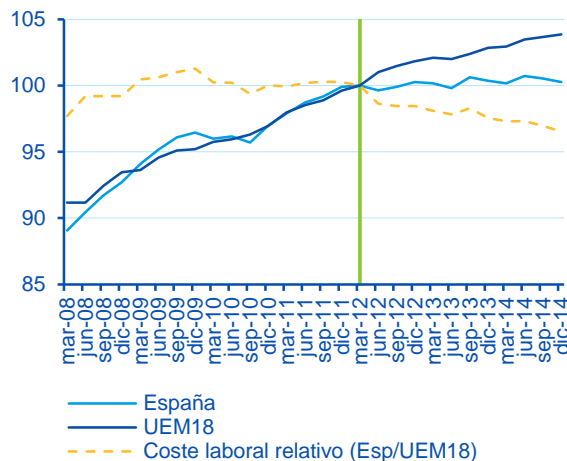
Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(\*) Datos provisionales. La cifra 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 flujos de crédito traspasan el umbral de la recuperación

**Las nuevas operaciones de crédito (no el stock) son las relevantes a la hora de apoyar la recuperación económica**, puesto que están directamente relacionadas con las decisiones actuales de inversión y consumo de los agentes económicos<sup>16</sup>.

En el acumulado del primer trimestre de 2015, **las nuevas operaciones de financiación a grandes empresas** (aproximadas por el crédito superior a un millón de euros) registraron un aumento interanual del +1,2% a/a, catorce puntos más que en cuarto trimestre de 2014, **afianzando el cambio de tendencia que se observó a finales del año previo**. La tasa mostró un fuerte impulso en marzo (+23,6% a/a). La revisión al alza de las expectativas económicas y la tendencia bajista de los costes de financiación está animando a este sector a solicitar crédito bancario y a equilibrar su estructura de endeudamiento, que en los últimos tiempos había estado inclinada a otras fuentes de financiación (como emisiones de deuda y acumulación de fondos propios).

**La nueva financiación a pymes** (aproximada por las operaciones crédito a empresas de hasta un millón de euros) **sigue evolucionando favorablemente** y muestra un crecimiento en el trimestre del 9,9% a/a. Este crecimiento, aunque es algo inferior al del trimestre previo, sigue reflejando la apuesta de las entidades de crédito por este tipo de empresas, donde la mejora de la confianza y la recuperación económica han ayudado a impulsar la demanda. **La nueva financiación a los hogares continuó mostrando signos de robustez** en el trimestre al crecer el 15,8% a/a, un ritmo algo más sostenible que el mostrado en el último trimestre de 2014 (29,9% a/a). Así, la nueva facturación de crédito al consumo ha acumulado en el primer trimestre de 2015 un aumento del 20,5% a/a, y la de vivienda un 13,2% a/a. Por último, el resto de la nueva financiación a hogares ha acumulado un incremento del 15,7% a/a.

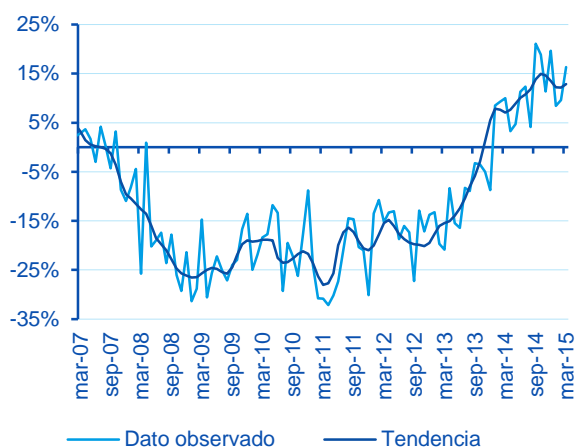
En definitiva, **el total de nuevas operaciones de crédito mostró un crecimiento positivo** en el primer trimestre del año (+6,2% a/a) –en gran parte gracias al fuerte impulso de las grandes corporaciones–, lo que

16: En el recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre del 2014 se presenta un análisis detallado sobre la relación entre los flujos de crédito y la actividad económica.



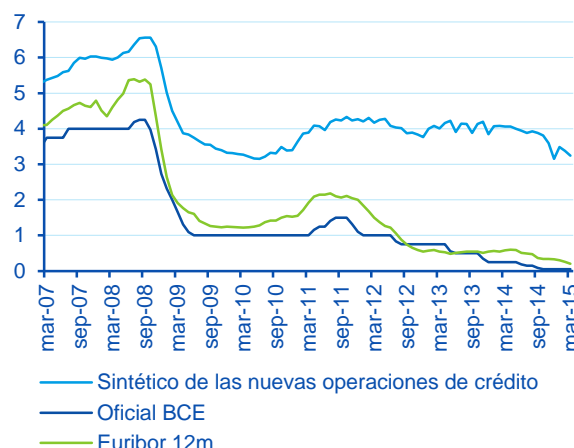
parece afianzar el cambio de tendencia detectado a finales de 2014. Varios factores permiten ser optimistas respecto al crédito en lo que resta de año: el que las operaciones a empresas superiores al millón de euros parecen estar encontrando un suelo, la evolución positiva del segmento minorista (familias y pymes) (véase el Gráfico 3.19), la mejora del escenario macroeconómico, los avances en Europa hacia la unión bancaria y la batería de medidas no convencionales que el BCE ha puesto en marcha (TLTROs, compras de titulizaciones y cédulas y expansión monetaria), que podrían tener un efecto positivo sobre la concesión de nuevo crédito, los reducidos tipos de interés (véase el Gráfico 3.20) y el aumento de la demanda solvente. De hecho, el incremento de las nuevas operaciones sería compatible con el necesario desapalancamiento de los saldos vivos, si el flujo de salida (las amortizaciones) se torna superior al de entrada (las nuevas operaciones). De acuerdo a nuestras estimaciones, las nuevas operaciones podrían superar a las amortizaciones a partir de finales de 2015, lo que se traduciría en un aumento del saldo vivo de crédito.

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



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.20  
España: tipos de interés (%)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE y BCE

## Escenario 2015-2016: crecimiento amparado en factores internos y externos

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, **las innovaciones incorporadas en el escenario macroeconómico motivan una revisión al alza** de tres décimas en las cifra de crecimiento de la economía española para el presente año. **En 2015 la actividad crecerá el 3,0% y en 2016 lo hará a un ritmo del 2,7%**, suficiente para acumular al final del periodo una creación neta de empleo en torno al millón de puestos de trabajo, y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 20%<sup>17</sup>.

**La expansión de la actividad se apoyará en factores tanto internos como externos.** La economía global se acelerará gradualmente lo que, junto a la mayor depreciación del euro, la caída en el precio del petróleo y las ganancias de competitividad, dará lugar a una **recuperación escalonada de las exportaciones** españolas. A nivel doméstico, la mejora de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y el mayor soporte de las políticas fiscal y monetaria darán lugar a una **expansión robusta de la demanda doméstica** (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**.

17: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo anual del 3,0% y la tasa de paro se situará en torno a 21,3% en 2016.

Cuadro 3.1.

**España: previsiones macroeconómicas**

(% a/a salvo indicación contraria)	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15 (e)	2014	2015 (p)	2016 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,1	1,8	2,1	2,4	2,6	1,8	2,5	1,9
G.C.F Privado	1,3	2,3	2,7	3,3	3,6	2,4	3,1	2,4
G.C.F AA. PP.	0,3	0,3	0,3	-0,5	-0,6	0,1	0,8	0,6
Formación Bruta de Capital	0,8	3,9	3,9	5,1	6,2	3,4	5,7	6,4
Equipo y Maquinaria	15,8	12,9	10,2	10,4	10,0	12,2	7,8	6,7
Construcción	-7,4	-0,7	0,1	2,4	4,4	-1,5	4,3	5,4
Vivienda	-6,6	-2,0	-0,2	2,1	3,3	-1,8	4,5	9,0
Otros edificios y Otras Construcciones	-8,0	0,3	0,3	2,6	5,1	-1,3	4,1	2,7
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
Exportaciones	6,4	1,0	4,5	4,7	5,2	4,2	6,1	7,5
Importaciones	9,4	4,9	8,6	7,7	7,3	7,6	6,5	7,8
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
<b>PIB real pm</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
<b>PIB nominal pm</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>0,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,9</b>
<b>Pro-memoria</b>								
PIB sin inversión en vivienda	1,0	1,4	1,7	2,0	2,7	1,5	3,0	2,5
PIB sin construcción	1,6	1,5	1,8	2,0	2,5	1,7	2,9	2,5
Empleo total (EPA)	-0,5	1,1	1,6	2,5	3,0	1,2	3,0	2,9
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	25,9	24,5	23,7	23,7	23,8	24,4	22,3	20,7
Empleo total (e.t.c.)	-0,4	1,0	1,7	2,4	2,5	1,2	2,6	2,4

(\*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

## La caída acumulada del precio del petróleo beneficia a la actividad en el corto plazo

Durante los últimos meses el precio de petróleo ha corregido parcialmente la trayectoria a la baja registrada desde mediados de 2014, hasta situarse el del tipo Brent cerca a los 65 dólares por barril al cierre de este informe. Así, la caída acumulada de la cotización, que alcanzó su máximo en enero, se moderó en 5,0 pp (hasta el -50%). Al tratarse principalmente de *shock* de oferta<sup>18</sup>, el impacto neto de este abaratamiento energético sobre la actividad está siendo especialmente positivo: el consumo, la inversión y los flujos comerciales se estarían viendo favorecidos, dadas las mejoras en la renta disponible de las familias y en los costes de producción de las empresas. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research para el bienio 2015-2016 apuntan a una estabilización de los precios en el entorno de los 68 dólares por barril (dos dólares por debajo de lo estimado hace tres meses) que, de cumplirse, aportarían en promedio algo más de siete décimas al crecimiento de la economía española<sup>19</sup>.

18: Las estimaciones de BBVA Research sugieren que la caída de precios del crudo desde junio de 2014 se debe en su mayoría a factores de oferta (entre 2/3 y 3/4 del ajuste), tales como la producción no convencional en EE. UU. (*shale-oil*), la decisión de la OPEP de no recortar las cuotas productoras y el poco efecto de las tensiones geopolíticas sobre la producción. La moderación de las expectativas de crecimiento mundial también han incidido sobre los precios, si bien de forma secundaria.

19: 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>

## La política monetaria asiste a la recuperación cíclica, tanto en Europa como en España

**El BCE continúa actuando con contundencia ante la lasitud de la recuperación de la economía europea y las bajas tasas de inflación.** En particular, el Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria reiteró en su reunión de abril que se seguirá centrando en la **plena aplicación de las medidas de política monetaria previamente anunciadas**, y subrayó su compromiso de llevar a cabo los programas de compra de activos (APP)<sup>20</sup>, hasta que la inflación haya recuperado una senda acorde con su objetivo<sup>21</sup>. Estas medidas, junto con el mantenimiento del tipo de interés de referencia principal en su mínimo histórico (el 0,05%) y el programa de operaciones focalizadas de refinanciación de largo plazo (TLTRO), contribuyen a **combatir la baja inflación, mantener en niveles bajos los tipos de interés a largo plazo** (alrededor del 1,5% en el bienio 2015-2016 para España, 120 pb menos que en 2014), **apoyar el crecimiento de la demanda interna y del crédito y, finalmente, a consolidar la depreciación del euro** (16% nominal frente al dólar en 2015)<sup>22</sup>.

Respecto al impacto de estas medidas, la actualización del escenario económico incluye una **disminución del tipo de cambio respecto al dólar superior a la advertida** hace tres meses (de un 8% adicional en media para 2015 y 2016) y, consecuentemente, un **crecimiento de la demanda europea mayor al anticipado** (de 0,3 pp hasta el 1,6%) que darán más **soporte a la expansión de las exportaciones españolas**. Las estimaciones de BBVA Research indican que una depreciación de esta magnitud podría añadir hasta cuatro décimas al crecimiento, mientras que una mejora cíclica en Europa suele trasladarse con una incidencia de uno a uno en el PIB español<sup>23</sup>.

## La política fiscal se torna ligeramente expansiva

**La recuperación de la actividad y la mejora de los costes de financiación continuarán dando margen para implementar una política fiscal ligeramente expansiva en el corto plazo**<sup>24</sup>. De esta forma, tras un cierre del déficit de las AA. PP. en 2014 que se situó dos décimas por encima de lo previsto, y ante la ausencia de medidas adicionales que compensen dicha desviación, se espera que durante 2015 el consumo público crezca 0,8% en términos reales, mientras que la inversión en construcción no residencial (afectada por la obra pública) lo haga en torno al 4,1%. En un escenario sin cambios en la política económica, **el tono de la política fiscal continuará siendo prácticamente neutral en 2016**. Así, el crecimiento real del gasto en consumo público se moderará hasta el 0,6%, mientras la inversión no residencial presentará una tasa de expansión en torno al 2,7%.

Con todo, el impulso del mejor entorno económico no será suficiente para compensar el efecto conjunto de las políticas expansivas implementadas durante el bienio 2015-2016. Como consecuencia, **se espera que – en ausencia de nuevas medidas de consolidación fiscal–, el déficit público se sitúe ligeramente por encima del objetivo de estabilidad.**

20: En su conjunto, el programa supone una inyección de liquidez de al menos 1,1 billones de euros (adquisiciones de 60 mm de euros mensuales) vigente desde marzo de este año y, al menos, hasta septiembre del 2016. El programa incorpora valores públicos emitidos por Gobiernos, agencias e instituciones europeas e incluye a los programas previamente vigentes desde el segundo semestre de 2014 (CBPP y ABSPP): compra de valores respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés) y de bonos garantizados, que ascienden a aproximadamente 13.000 millones de euros al mes.

21: Para más detalles véase el Observatorio BCE de BBVA-Research publicado el 15 de abril de 2015. Disponible en <http://goo.gl/4Dyji>

22: En el recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al 4T14, se estima que acciones como el TLTRO podrían añadir al crecimiento del PIB español entre 0,2 y 0,8 pp, aunque sólo en el corto plazo. Véase: <http://goo.gl/uXV9fD>

23: Las estimaciones del modelo BBVA-RVAR indican una depreciación del 10% del tipo de cambio euro/dólar, podría contribuir en 0,5 pp al crecimiento del PIB nacional. Para más detalles véase el recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al 4T14.

24: Por la vertiente de los ingresos destaca la rebaja tributaria, cuyo primer tramo entró en vigor en enero de 2015 y cuyo segundo tramo está programado para enero de 2016. En el recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al 4T14 se presenta un análisis sobre el impacto de la rebaja impositiva del IRPF.

## La demanda doméstica liderará el crecimiento

**Las perspectivas del consumo de los hogares han vuelto a mejorar durante el último trimestre.** La creación de empleo, la menor presión fiscal y la ausencia de presiones inflacionistas contribuirán a la recuperación de la renta real disponible, que aumentará más de lo esperado hace tres meses<sup>25</sup>. El crecimiento previsto de la riqueza, tanto inmobiliaria como financiera, 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 durante los próximos trimestres en un contexto de desapalancamiento del saldo vivo de crédito, y sostendrán el consumo privado a medio plazo, sobre todo, de bienes duraderos. Como resultado, **el gasto en consumo se revisa al alza siete décimas (en promedio) para el bienio 2015-2016 hasta el 3,1% y el 2,4%, respectivamente, y se sitúa próximo a su nivel de equilibrio de largo plazo.** Esto significa que hacia delante, el gasto de las familias tenderá a aumentar a niveles más de acuerdo con sus fundamentales más tradicionales (renta, tipos de interés, etc.) y estará menos afectado por factores transitorios (incertidumbre, incentivos fiscales).

En los próximos trimestres **la inversión en maquinaria y equipo seguirá viéndose favorecida por los bajos costes de financiación. También contribuirá positivamente el buen tono de la demanda final:** la revisión al alza del crecimiento tanto en España como en Europa y el mantenimiento de un euro depreciado frente a las principales divisas incentivará el crecimiento de la cartera de pedidos de bienes de equipo de las empresas españolas. Todo lo anterior justifica una ligera **revisión al alza del crecimiento previsto para la inversión en maquinaria y equipo** en los siguientes trimestres. En concreto, la previsión se eleva **0,6 pp en 2015 hasta el 7,8% y 0,4 pp en 2016 hasta el 6,7%.**

Por su parte, **se prevé que la inversión en vivienda continúe avanzando por la senda de crecimiento iniciada en 2014.** Desde el punto de vista de la actividad constructora, por primera vez desde el inicio de la crisis, los visados de vivienda de obra nueva completaron un año en positivo (2,0% en 2014) y se espera que consoliden la tendencia de recuperación durante el presente bienio. Además, el abaratamiento relativo de la financiación y el buen desempeño de las ventas de viviendas, propiciarán el surgimiento de nuevos proyectos en zonas donde comiencen a observarse restricciones de oferta. En los próximos ejercicios se espera que las transacciones continúen aumentando lo que, desempeñado en un contexto de reducción de la oferta, favorecerá que el precio de la vivienda inicie la senda de una paulatina recuperación. De este modo, **se espera que en 2015 la inversión residencial crezca a una tasa anual del 4,5% y en el siguiente ejercicio llegue al 9,0%,** tras siete años consecutivos de contribuciones negativas al PIB.

En lo que respecta a los intercambios comerciales, el crecimiento de la economía mundial en 2015-2016 (3,5% y 3,9%, respectivamente), la senda de depreciación del euro y el abaratamiento de los costes de transporte, anticipan una demanda elevada de las exportaciones españolas en el horizonte de previsión. Así, para el presente bienio se estima **un crecimiento elevado tanto de las exportaciones totales (promedio: 6,8% anual) como de sus principales componentes:** las exportaciones de bienes avanzarán a un ritmo medio anual del 6,6% y las de servicios en torno al 7,0%. En el caso del turismo, la incertidumbre política en parte del Mediterráneo se suma a los factores anteriores y, en su conjunto, darán lugar nuevamente escenarios de récord con crecimientos anuales cercanos al 4,5% en promedio.

En el medio plazo, este crecimiento previsiblemente se consolidará en ganancias de cuota exportadora en los mercados mundiales de bienes y servicios si viene acompañado de una caída de los precios relativos de exportación como consecuencia de, entre otros factores, las mejoras estructurales en el funcionamiento de los mercados de servicios (véase el Recuadro 2). A pesar de los avances conseguidos en los últimos años

25: Nótese que las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales del 4T14 introdujeron una revisión al alza de la renta bruta disponible de los hogares de casi 4.000 millones de euros desde el 2T14.

por las empresas exportadoras en geografías muy diversas<sup>26</sup>, el principal riesgo para las exportaciones proviene de la estrategia que decidan adoptar las empresas de cara a satisfacer la creciente demanda proveniente del mercado doméstico: sustituyendo destinos o incrementando la utilización de su capacidad productiva.

Derivado del buen comportamiento de la demanda final, las importaciones de bienes y servicios continuarían en su senda de expansión en los próximos dos años (promedio: 7,1% anual). De esta forma, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento económico en 2015 será nula (0,0 pp) y volverá a valores marginalmente positivos en 2016 (0,1 pp). Durante el próximo bienio, el abaratamiento del precio de los insumos energéticos aliviará la factura 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: 1,0% del PIB) y la conclusión del ajuste del déficit estructural de la balanza por cuenta corriente.

### Los desequilibrios del mercado de trabajo se reducen, pero no desaparecen

El dinamismo esperado de la economía y la mayor eficiencia del mercado laboral contribuirán a incrementar la ocupación del sector privado y a reducir la tasa de desempleo durante el próximo bienio. Así, en 2015 se espera un crecimiento del número de ocupados del 3,0% y una reducción de la tasa de paro de 2,1 puntos (hasta el 22,3%), dos décimas menos de lo previsto en febrero en ambos casos. En 2016, la creación de empleo se situará en el 2,9%, pero la reducción de la tasa de paro (hasta el 20,7%) será menos intensa que la proyectada para 2015 dada la evolución más favorable de la población activa.

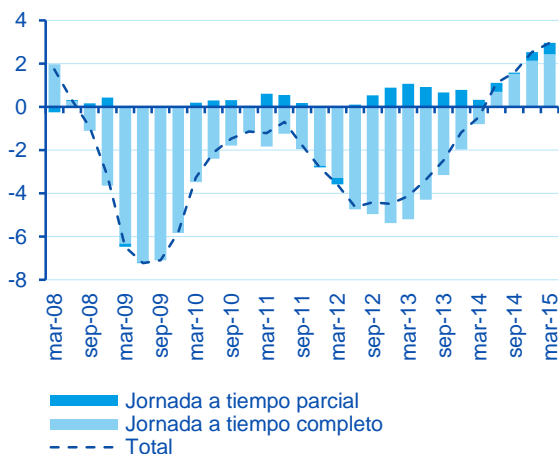
Los datos de la EPA del 1T15 indican que la contratación a tiempo completo continúa recuperándose gradualmente (véase el Gráfico 3.21). Si la tendencia se mantiene durante los próximos trimestres, la evolución del empleo equivalente a jornada completa será similar a la del total. Las previsiones de BBVA Research, ilustradas en el Gráfico 3.22, indican que la ratio de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo sobre el total de puestos de trabajo apenas se reducirá dos décimas hasta el 87,6% durante el próximo bienio. La evolución esperada de la actividad y del empleo sugiere un aumento de la productividad aparente del factor trabajo (PAFT) tanto en 2015 (0,5%) como en 2016 (0,3%). Si bien estos crecimientos son menores que los de la pasada recesión (2,1% en el promedio 2008-2013), se situarían en línea con los registrados en la anterior fase expansiva (0,4% en el promedio 2000-2007)<sup>27</sup>.

26: Un análisis de la diversificación productiva y geográfica de las exportaciones españolas se encuentra en el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014.

27: En el Recuadro 3, se analiza la evolución y los determinantes de la productividad de las empresas españolas del sector manufacturero durante las últimas tres décadas.

Gráfico 3.21

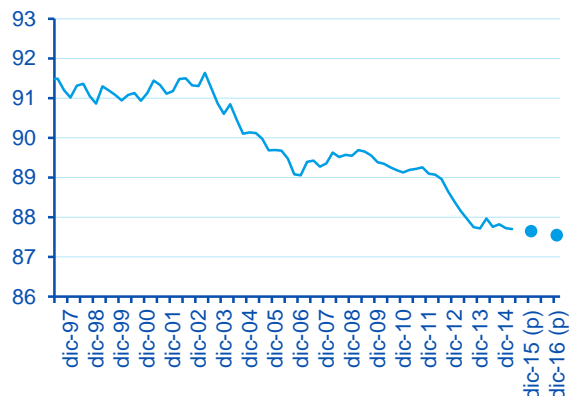
**España: contribuciones al crecimiento interanual del empleo (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.22

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



(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

El éxito de la **reforma del sistema de formación profesional para el empleo**, aprobada a finales del mes de marzo<sup>28</sup>, **podría acelerar la inserción laboral de los desempleados en el medio plazo**. La reforma resume las deficiencias del sistema vigente en tres: la oferta formativa no contribuye a incrementar la empleabilidad de los trabajadores, los contenidos de los cursos no se adecuan a las necesidades del tejido productivo y la escasa competencia entre proveedores limita la oferta y encarece los servicios.

Para corregirlas, plantea doce estrategias de actuación, entre las que destacan las cuatro siguientes:

- Evaluación permanente de la formación. Se analizará la mejora en el desempeño en el puesto de trabajo, la inserción y el mantenimiento del empleo y la mejora de la competitividad de las empresas.
- Se desarrollará un sistema de observación y prospección del mercado de trabajo.
- En línea con lo anterior, se establecerá una planificación estratégica plurianual.
- La formación proporcionada por las CC. AA. se realizará en régimen de concurrencia competitiva. En este ámbito se pone en marcha el “cheque-formación” con la finalidad de que sea el propio desempleado quien elija, bajo ciertos criterios, la entidad formadora.

Si bien el diagnóstico es correcto, soslaya un aspecto relevante: pese a la gravedad del problema, los desempleados no son los principales destinatarios de las acciones formativas. Menos del 40% de los gastos presupuestados para 2015 en programas de formación tiene como destino el colectivo de parados. Además, la formación a los desempleados está tradicionalmente sesgada hacia la población de entre 25 y 40 años y los más cualificados. Por tanto, sería deseable **reequilibrar los esfuerzos formativos hacia los individuos con mayores dificultades de inserción laboral**. Respecto a los ámbitos de actuación, destaca la orientación a resultados, si bien **los criterios de evaluación de los programas de formación no se conocen todavía**. Al respecto, **sería aconsejable la puesta en marcha de evaluaciones experimentales** que permitan discriminar qué acciones formativas son las más eficaces para cada colectivo y, en consecuencia, aumentar la eficiencia de los recursos destinados a la formación para el empleo.

28: Real Decreto-ley 4/2015, de 22 de marzo, para la reforma urgente del Sistema de Formación Profesional para el Empleo en el ámbito laboral. Disponible en: <http://goo.gl/s87UXu>

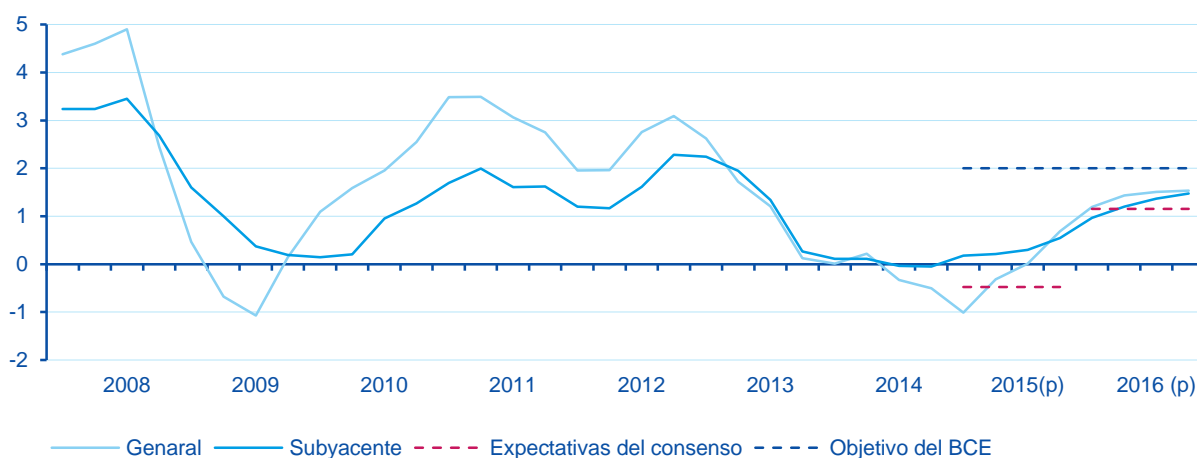
## La inflación irá de menos a más durante el presente bienio

Si bien se espera que el precio del petróleo se sitúe ligeramente por debajo de lo previsto hace tres meses (en torno a los 68 dólares por barril en promedio para el periodo 2015-2016), la presión adicional sobre la inflación será compensada por la mayor depreciación esperada del tipo de cambio del euro. En consecuencia, **se mantiene las expectativas de caída marginal de los precios generales al consumo para el conjunto de 2015 (-0,2% a/a)**. Por su parte, los determinantes domésticos sugieren que la inflación subyacente se mantendrá positiva, aunque en niveles moderados este año (0,3% en promedio anual) (véase el Gráfico 3.23). Por el lado de la demanda, **el todavía elevado nivel de desempleo contendrá el surgimiento de tensiones inflacionistas a pesar de la celeridad del gasto doméstico**. Por el lado de la oferta, **la recuperación de competitividad de la economía española tampoco deja entrever de presiones significativas en la formación de precios**.

Aunque las expectativas de inflación se mantienen por debajo del objetivo de la autoridad monetaria, **tanto en España como en Europa los precios seguirán una trayectoria claramente ascendente a lo largo del presente bienio, hasta alcanzar respectivamente el 1,4% y el 1,3% en promedio durante 2016**. Como se adelantaba en la edición anterior de esta publicación, a esta mejora contribuyen las medidas no convencionales de política monetaria que desde mediados del año pasado ha venido implementando el BCE (reducción de tipos de interés, fomento la disponibilidad de crédito, expansión cuantitativa).

Gráfico 3.23

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



(p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Consensus Forecast Inc.

## El escenario no está exento de riesgos

**A pesar de que la economía española continúa ganando tracción** y que, en el escenario más probable, se observará una recuperación acumulada de casi seis puntos del PIB en el bienio 2015-2016, **la reactivación de la actividad sigue estando condicionada** a que se materialicen o no ciertos riesgos.

**A nivel externo, los riesgos geopolíticos siguen siendo una amenaza**, principalmente los relacionados con las negociaciones entre Grecia y las instituciones, pero también otros como los de las crisis rusa, Ucrania y en Oriente Próximo. Por otro lado, continúa habiendo incertidumbre respecto a **la respuesta de algunos mercados emergentes a los cambios de la política monetaria** por parte de la Reserva Federal en los Estados Unidos. Igualmente negativo puede ser para algunos de estos mercados la **incertidumbre derivada de la caída del precio del petróleo**. Finalmente, **la desaceleración del crecimiento en China**

podría incidir negativamente sobre la demanda mundial, impactando negativamente en la demanda de bienes y servicios españoles.

**En Europa, el calendario electoral sigue condicionando el devenir en, al menos, ocho países.** Las políticas que lleven a cabo los gobiernos elegidos en las urnas serán fundamentales para evadir escenarios de riesgo en los que el crecimiento se vea lastrado por la incertidumbre. **Adicionalmente, el proceso de reducción de la fragmentación financiera no está concluido**, y una consecuencia no deseada de la compra de activos por parte del BCE es que podría ralentizar su cauce al no contemplar una mutualización total del riesgo.<sup>29</sup> Más allá, **los estados miembros de la Eurozona deben trabajar en políticas de oferta** que aumenten la capacidad de crecimiento estructural.

Por último, **España se enfrenta al reto de conseguir un crecimiento sostenido y sostenible.** La recuperación debe continuar dando lugar a una intensa creación de empleo y, a su vez, no rivalizar con la consecución de saldos positivos en la balanza por cuenta corriente. Resulta **necesario evitar que se revertieran los cambios en el modelo productivo y, en consecuencia, que se interrumpa el ajuste de los desequilibrios externos.** Al respecto, será decisiva la estrategia que decidan adoptar las empresas de cara a satisfacer en el medio y largo plazo la creciente demanda doméstica, siendo deseable aumentos en la capacidad productiva en detrimento de la sustitución de destinos hacia el interior: en un entorno de mayores tasas de inversión, la capacidad de financiación de la economía debe por tanto afianzarse a través de un aumento del ahorro (véase el recuadro 1).

---

29: Para más detalles véase el Observatorio BCE de BBVA Research 22 de enero de 2015. Disponible en: <http://goo.gl/cVng0E>



## Recuadro 1. El sector privado sostiene el ahorro de la economía durante la crisis

La reducción de la necesidad de financiación de la economía española en la última crisis no encuentra paragón en otras economías europeas. El ajuste se ha llevado a cabo a costa de una importante caída de la inversión al tiempo que la tasa de ahorro ha permanecido relativamente estable. Ello ha sido posible porque la caída del ahorro público ha sido compensada por el ahorro del sector privado, algo que no se ha visto en otras economías. Así, se considera relevante analizar la evolución de los componentes del ahorro de los sectores institucionales de la economía española, prestando especial atención a hogares y empresas.

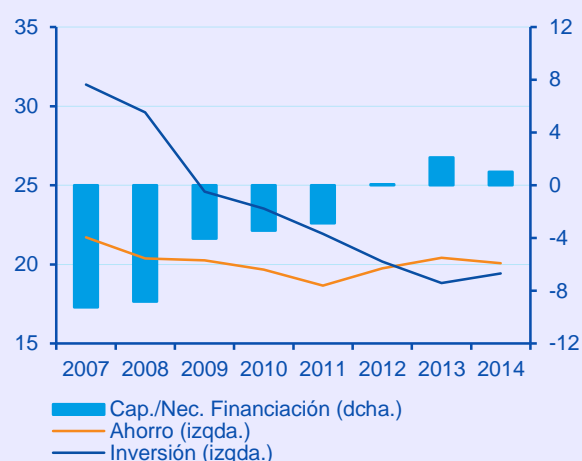
### El ajuste de la inversión ha permitido que la economía presente capacidad de financiación

La economía española cerró 2014 con una capacidad de financiación del 1,0% del PIB. Si bien supone una disminución de más de un punto respecto a lo observado en 2013, sigue situada en máximos de los últimos 30 años. Esta reducción del saldo se debió, principalmente, al aumento de la tasa de inversión, que creció por primera vez desde el inicio de la crisis, hasta alcanzar el 19,4% del PIB 0,6 pp más que en 2013. Todo ello tuvo lugar en un entorno de ligera reducción de la tasa de ahorro hasta el 20,1% del PIB, resultado del aumento del consumo, que más que compensó la recuperación de la renta bruta disponible de la economía (véase el Gráfico R.1.1).

El comportamiento observado en 2014 es representativo de la contribución del ahorro y la inversión al saldo exterior en el periodo de crisis (2008-2014). De esta forma, **el ajuste de la necesidad de financiación en esta etapa (de 10,3 pp del PIB) se debió, sobre todo, a una reducción de la tasa de inversión** –que cayó casi 12 pp–. Mientras, la tasa de ahorro se mostró

comparativamente más estable. Con una caída de algo menos de 2 pp desde finales de 2007, ha permanecido en niveles ligeramente inferiores al promedio histórico (21,3% del PIB).

Gráfico R.1.1  
España: capacidad / necesidad de financiación (% del PIB)

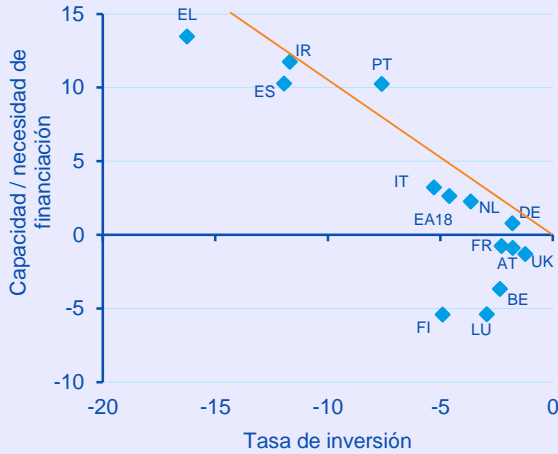


Fuente: BBVA Research a partir de INE

En la comparativa europea, tal y como puede observarse en el Gráfico R.1.2, tan sólo en Grecia, Irlanda y Portugal se observa un ajuste similar de la necesidad de financiación durante esta última crisis económica. En estos países, al igual que en España, la caída de la inversión ha sido el factor explicativo de la mayor parte de la corrección de la necesidad de financiación, ya que la tasa de ahorro ha mostrado una variación relativamente limitada. En el resto de economías europeas la variación de la capacidad o necesidad de financiación durante la crisis no ha sido tan acusada. Además, en estos últimos países el origen de la variación del saldo con el exterior ha respondido, sobre todo, a la dinámica registrada en la tasa de ahorro, ya que la tasa de inversión se ha mantenido, en general, relativamente estable.

Gráfico R.1.2

**UE: capacidad / necesidad de financiación vs. tasa de inversión. Variación 2014-2007 (pp del PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de AMECO e INE

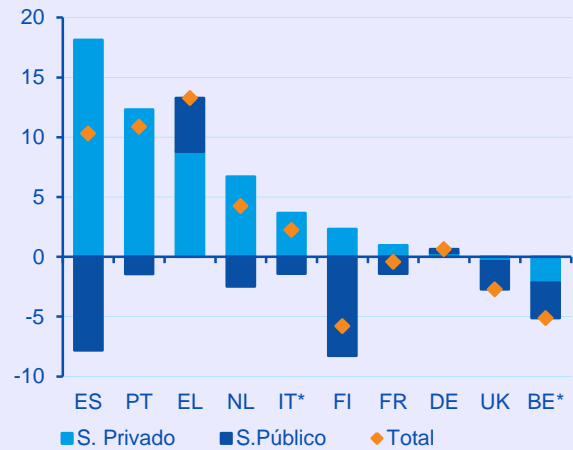
Diferenciando por sectores institucionales, **el ajuste desempeñado por el sector privado durante los últimos años ha permitido reducir la elevada necesidad de financiación** de la economía española al inicio de la crisis. Así, tanto hogares como empresas pasaron de presentar necesidades de financiación en 2007 a contar con capacidad de financiación desde 2009, mejorando sus saldos en 7,9 y 9,6 pp de PIB, respectivamente, a lo largo de los últimos siete años. **Por el contrario el saldo de las administraciones públicas se deterioró estrepitosamente** en el inicio de la crisis, pasando de registrar una capacidad de financiación del 2% del PIB en 2007 a una necesidad del 11% del PIB en 2009. Desde entonces, las medidas de consolidación fiscal puestas en marcha han ido reduciendo el saldo negativo del sector público hasta situarlo en torno al -5,8% del PIB a finales del año pasado

Esta dinámica mostrada por la economía española, no parece observarse en el resto de economías europeas. De esta forma, si bien es cierto que durante la crisis el sector privado exhibió una recuperación de su capacidad de financiación en la mayor parte de las economías europeas, en ningún caso fue tan acusada como en España, tal y como se aprecia en el Gráfico R.1.3. Por su parte, el deterioro de la capacidad de financiación del sector público en el resto de

economías ha sido, en general, mucho más moderado que en el caso español en el periodo de crisis.

Gráfico R.1.3

**UE: capacidad / necesidad de financiación. Variación 2014-2007 (pp del PIB)**



\* Datos a 2013

Fuente: BBVA Research a partir de AMECO e INE

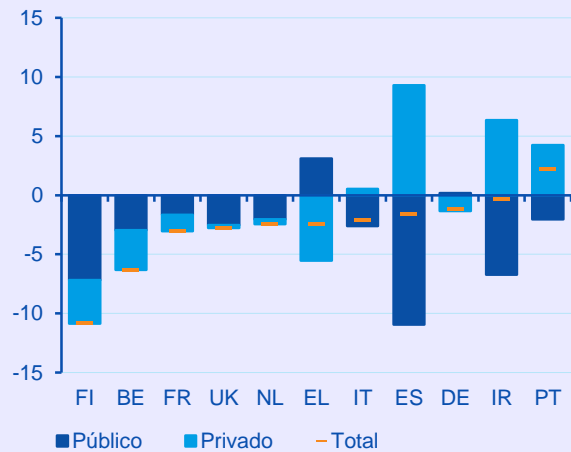
El análisis sectorial revela que **el ajuste de la inversión ha venido, sobre todo, de la mano del sector privado**. Especialmente severo ha sido el recorte de la tasa de inversión en Grecia, España y Portugal. Además, la tasa de inversión del sector público en estas economías también se ha visto resentido, al contrario de lo sucedido en el resto de países, donde se ha mantenido prácticamente estable. En el caso de la tasa de ahorro el comportamiento ha sido más heterogéneo entre otras economías, y España ha sido uno de los países donde menos ha variado.

**¿Qué es lo que explica la menor variación de la tasa de ahorro en España?**

La evolución de la tasa de ahorro de los diferentes sectores institucionales refleja que, **desde 2008, España ha sido el país europeo en el que más ha crecido el ahorro del sector privado**. Sin embargo, este aumento no fue suficiente para compensar la caída de más de 10 pp del PIB del ahorro público, que presenta tasas de ahorro negativas desde 2009. La comparativa internacional muestra que, aunque con menor intensidad que el caso español, el deterioro del ahorro público fue común en la mayoría de las economías europeas, mientras que el

comportamiento del ahorro privado no fue homogéneo entre los países (véase el Gráfico R.1.4).

Gráfico R.1.4  
**UE: variación de la tasa de ahorro 2007-2014 (pp del PIB)**



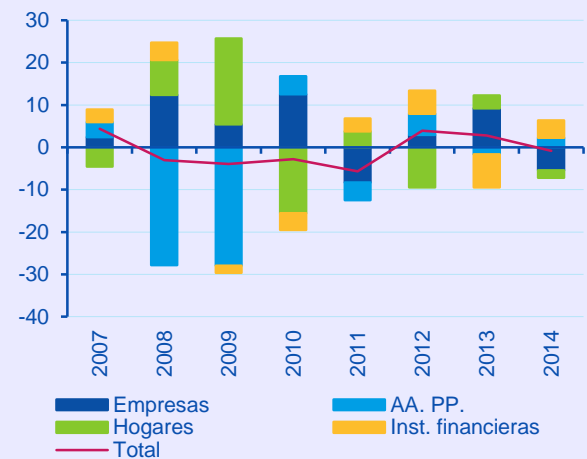
Fuente: BBVA Research a partir de AMECO e INE

Desde una perspectiva temporal más amplia, las administraciones públicas españolas fueron las responsables del aumento del ahorro observado durante el periodo de expansión económica. Del mismo modo, en los inicios de la crisis **la caída del ahorro público más que compensó el aumento del ahorro observado en hogares y empresas.** Con la aparente recuperación que mostraba la economía en la segunda mitad de 2010, los hogares reactivaron ligeramente el consumo y comenzaron a reducir su ahorro. Sin embargo, el ahorro del sector empresarial continuó aumentando hasta alcanzar el 15,5% del PIB en 2013, lo que situó la tasa de ahorro del sector privado en el 24,5% del PIB, el máximo histórico. Finalmente, la recuperación de la actividad registrada en 2014 vino de la mano de una contracción de la tasa de ahorro, tanto de hogares como de empresas.

Esta dinámica observada en los agentes de la economía española podría estar reflejando, en cierta medida, la conocida equivalencia ricardiana, aunque existen otros factores que podrían explicar dicho comportamiento (i.e: el efecto negativo de los estabilizadores automáticos sobre el ahorro público, o la

necesidad de desapalancamiento del sector privado). Como puede observarse en el Gráfico R.1.5, a comienzos de la crisis las administraciones públicas españolas incrementaron su gasto y, como consecuencia, su déficit. Por el contrario, los hogares, ante la incertidumbre existente, redujeron notablemente el consumo e incrementaron el ahorro, compensando gran parte de la caída del ahorro público. Con este comportamiento los hogares no sólo estarían tratando de compensar aumentos impositivos futuros, si no que también podrían estar incrementando su ahorro por motivos precautorios. Dicho comportamiento, no se observa, sin embargo, en el sector empresarial.

Gráfico R.1.5  
**España: contribución al crecimiento interanual del ahorro por sectores (pp)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La trayectoria seguida por la renta bruta disponible (RBD) resulta clave para comprender la evolución del ahorro. Durante la etapa de expansión, el aumento del ahorro respondió a un mayor crecimiento de la renta bruta disponible que del consumo. Durante la crisis, aunque la renta ha contribuido siempre negativamente a la evolución del ahorro, los ajustes en el consumo han sido los que más han marcado las diferencias tendenciales del ahorro.

A continuación se va a analizar la evolución de los diferentes componentes del ahorro, prestando especial atención al sector privado, sobre todo, a hogares y empresas. Para ello se estudiará cómo

han variado los diferentes componentes de la renta bruta disponible de estos dos agentes.

### El incremento del ahorro de los hogares compensó en gran medida el deterioro del ahorro público

Durante la etapa de crecimiento económico la tasa de ahorro de los hogares experimentó una caída importante debido a la expansión del gasto en consumo. **Con la llegada de la crisis los hogares comenzaron a contener fuertemente el consumo lo que favoreció el crecimiento del ahorro** que, en gran medida, tenía carácter precautorio<sup>30</sup>. Ni siquiera la reducción de la renta bruta disponible evitó el crecimiento del ahorro. Sin embargo, desde 2010 la caída de la renta bruta disponible de los hogares ha hecho que la tasa de ahorro (% RBD) haya mantenido una tendencia decreciente, de hecho, en la actualidad se mantiene por debajo de los niveles pre-crisis.

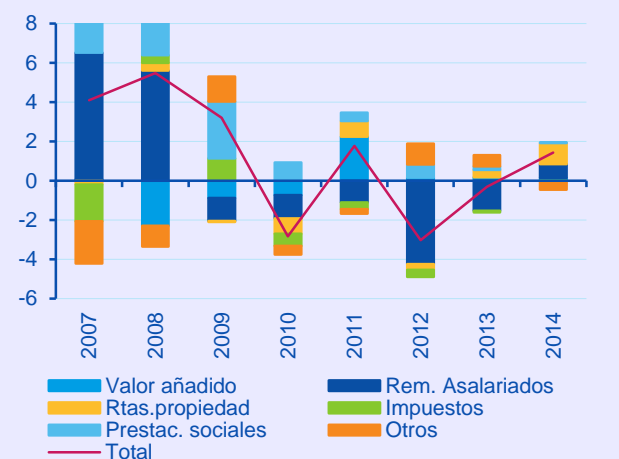
Como puede observarse en el Gráfico R.1.6 **esta caída de renta de los hogares estuvo asociada a la reducción de la remuneración de asalariados**, tanto por la moderación de los salarios como, sobre todo, por el aumento del desempleo. Pero, con la recuperación del empleo, que comenzó a observarse en la segunda mitad de 2013, la aportación negativa de la remuneración de asalariados a la RBD de los hogares empezó a moderarse. Así, la intensificación de la creación de empleo durante 2014 permitió que el componente salarial de la RBD pasara a aportar positivamente al ahorro.

En contrapartida, durante toda la crisis el incremento de **las prestaciones sociales** **contrarestaron parte de la caída de la renta bruta de los hogares**, si bien su contribución se ha ido reduciendo. De hecho, desde comienzos de 2014 las prestaciones muestran una aportación negativa al ahorro de los hogares, lo que responde a dos causas: la creación de empleo y el agotamiento de las prestaciones a los desempleados de larga duración.

Otro de los factores que está contribuyendo a la recuperación de la renta de los hogares en los últimos meses son las rentas de la propiedad. Por un lado, el aumento de los recursos podría estar relacionado con los dividendos con los que algunas compañías han vuelto a remunerar a sus inversores. Por otro lado, la reducción de los intereses pagados por los hogares debido a la caída de los tipos de interés, supone una reducción de los empleos de los mismos y, por tanto, una mayor renta.

Gráfico R.1.6

#### Hogares: contribución al crecimiento interanual de la RBD por componentes (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

### La tasa de ahorro de las empresas ha crecido a lo largo de toda crisis

**A pesar de la caída de la actividad, la tasa de ahorro de las empresas ha registrado un aumento importante** desde 2007, que únicamente se vio interrumpido, de manera transitoria, en 2011 (véase el Gráfico R.1.7). Esto ha sido consecuencia, fundamentalmente, de una mejor evolución del ahorro empresarial que del PIB. Aunque el valor añadido bruto de las empresas se desplomó durante la crisis, hay otros factores enumerados a continuación, que justifican el crecimiento del ahorro empresarial en los últimos siete años.

30: Para más información véase el Recuadro 1 de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre de 2013: "La evolución de la tasa de ahorro de los hogares en España: el papel de los fundamentos", disponible en: <http://goo.gl/f9ph2a>

En primer lugar, la crisis trajo consigo un ajuste de la masa salarial de las empresas debido, sobre todo a la disminución de las plantillas. Como consecuencia, **los empleos asociados a la remuneración de asalariados han experimentado una notable contracción a lo largo de todo el periodo considerado.**

En segundo lugar, **la evolución de las rentas de la propiedad ha contribuido positivamente a aumentar el ahorro empresarial.** De acuerdo a la información contenida en la Central de Balances, desde el inicio de la crisis las empresas han reducido la distribución de beneficios (limitando los pagos de dividendos), lo que ha propiciado un aumento de la renta bruta disponible de las empresas. Asimismo, tras el repunte observado en la carga por intereses de las empresas durante 2011 y 2012, el fin de las tensiones financieras y la caída de los tipos de interés, ha derivado en una nueva reducción de los empleos de las rentas de la propiedad, contribuyendo positivamente al crecimiento del ahorro.

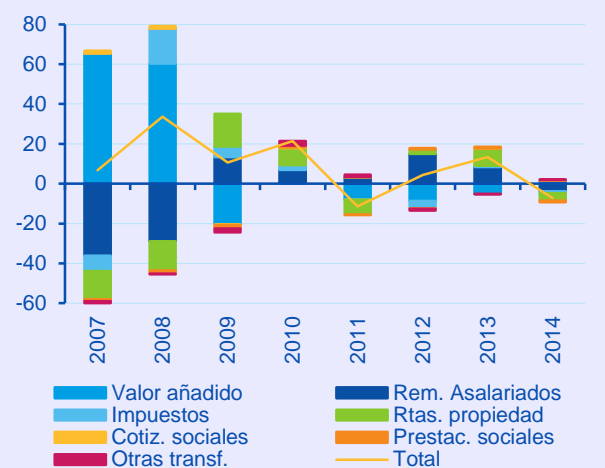
En tercero, la disminución de la actividad empresarial durante la crisis trajo consigo una reducción de las prestaciones sociales otorgadas por las empresas, y aunque se trata de una partida relativamente pequeña, este ajuste también contribuyó al crecimiento del ahorro.

Por último, la rebaja del impuesto de sociedades de 2007 y 2008, así como el resurgimiento de incentivos fiscales a la actividad empresarial, se dejó notar positivamente en el ahorro empresarial. El efecto de estas medidas se fue diluyendo en el tiempo y, en 2012, los impuestos volvieron a drenar una pequeña parte del ahorro de las empresas.

**A partir de 2014, la tasa de ahorro comenzó a reducirse.** Los indicios de la recuperación económica a principios de año y la certeza de que la economía iba ganando solidez fueron mejorado la confianza empresarial. Con ello, durante 2014 las empresas incrementaron la contratación, lo que supuso un aumento de la remuneración de asalariados. Además, se comenzó a observar una reducción de las rentas de propiedad, lo que podría explicarse por la decisión de retornar a una política de reparto de beneficios al accionista.

Gráfico R.1.7

**Empresas: contribución al crecimiento interanual de la RBD por componentes (pp)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

**El sector público ha sido el agente que más ahorro ha drenado a la economía desde comienzos de la crisis**

El desplome de la recaudación impositiva registrado a comienzos de la crisis, arrastró la renta bruta disponible del sector público, y tornó en negativa su tasa de ahorro. Desde entonces, y a pesar de los aumentos impositivos aprobados desde 2010, la debilidad de la actividad económica mantuvo los ingresos públicos en niveles mínimos, pero relativamente estables. Junto a ello, el consumo público no experimentó grandes variaciones hasta 2012, cuando las medidas de austeridad fiscal puestas en marcha aceleraron su ajuste. Finalmente, **durante 2014 el ahorro público, pese a seguir en negativo, ha mostrado una ligera recuperación** derivada, sobre todo, de un pequeño incremento de la renta bruta disponible de las administraciones públicas.

**La dinámica de las rentas de la propiedad condiciona la evolución de la tasa de ahorro de las instituciones financieras.**

Dentro del sector **privado la tasa de ahorro de las instituciones financieras se ha mostrado más estable** que la de hogares y empresas. De hecho, la tasa de ahorro de las instituciones financieras en 2014 se situaba, tan sólo, 0,7 pp del PIB por encima de la de 2007.

Durante el periodo de crisis la renta bruta disponible de las instituciones financieras y, por tanto su ahorro, ha estado condicionada por la dinámica de la actividad en la primera parte de la misma y por la evolución de las rentas de la propiedad en los últimos años.

### Conclusiones

**La economía española cerró 2014 con una capacidad de financiación del 1,0% del PIB, aunque se trata de una reducción de más de un punto respecto a 2013, supone una mejora del saldo de la economía con el exterior de 10,3 pp del PIB desde 2007.** Esta recuperación se ha producido, sobre todo, a través de una reducción de la tasa inversión ya que la tasa de ahorro ha permanecido mucho más estable.

A escala europea, tan sólo en Grecia, Irlanda y Portugal se observa un ajuste similar de la necesidad de financiación durante el periodo 2007-2014. En el resto de economías la variación de la capacidad o necesidad ha respondido, sobre todo, a la dinámica registrada en la tasa de ahorro, ya que la tasa de inversión se ha mantenido, en general, relativamente estable.

Por agentes institucionales, en España **el aumento del ahorro privado registrado desde 2007 ha compensado gran parte de la reducción del ahorro público.** La caída de la actividad económica lastró los ingresos públicos, principal responsable de la disminución del ahorro de las administraciones públicas. Por su parte, el

aumento del ahorro de los hogares fue resultado de una contracción del consumo, muy superior a la caída de la renta bruta disponible. Finalmente, la contracción de la economía indujo a las empresas a llevar a cabo ajustes en la producción, que derivó en la reducción de la remuneración de asalariados, y en la toma de decisiones estratégicas como la reducción del reparto de beneficios a los accionistas. Todo ello supuso un incremento de la tasa de ahorro del sector empresarial nunca visto anteriormente.

En 2014, con la recuperación económica, la tasa de ahorro de la economía española ha vuelto a caer. El aumento del consumo de los hogares, la recuperación de la producción, el acceso a nueva financiación o el retorno a políticas de reparto de dividendos son factores que justifican esta disminución.

Hacia adelante la economía española tiene el reto de evitar un nuevo deterioro del saldo con el exterior como el que se produjo durante la última etapa de crecimiento. En este sentido, **el proceso será virtuoso si, en un entorno de desapalancamiento como el actual, la recuperación de las necesidades de financiación llegan de la mano de una recuperación del ahorro y no de un deterioro de la inversión.** En este sentido, el restablecimiento del ahorro de las administraciones públicas será clave en los próximos años.

## Recuadro 2. La competitividad de la economía española y la regulación en el sector servicios

**Este recuadro tiene como objetivo explorar la evolución reciente de la competitividad-precio de la economía española y profundizar en los elementos candidatos a mejorarla.** Las ganancias de competitividad-precio que acumula España desde 2009 se han sustentado en la conjunción de tres elementos: contención salarial, crecimiento de la productividad y moderación del sesgo inflacionista de los márgenes de beneficio. No obstante, se evidencian signos de agotamiento en el crecimiento de la productividad, variable cuya relevancia es indiscutible para continuar cosechando ganancias en el futuro. En este contexto, se muestra como la eliminación de las barreras a la competencia en el sector servicios podría dar un valioso margen de maniobra a las empresas de cara a ser más competitivas a raíz de la moderación en el precio de los bienes y servicios intermedios que se incorporan a su cadena de producción.

### Hechos estilizados recientes de la competitividad-precio en España

**En los seis años transcurridos desde el desplome del comercio mundial en 2009, las exportaciones reales en España han crecido un envidiable 29% gracias a la expansión del comercio de bienes (36%) y, en menor medida, de servicios (16%).** En todo este tiempo, el tejido productivo doméstico ha sobrellevado importantes cambios, desde el cese de actividad de un número elevado de empresas hasta la reorientación de la oferta de empresas supervivientes hacia el mercado internacional. Como consecuencia, el peso de las exportaciones sobre PIB se ha elevado 7 puntos –alcanzando el 31% en 2014– y se anticipa que siga aumentando en los próximos años. Previsiblemente, el

crecimiento a medio plazo de las exportaciones españolas necesitará de la progresión favorable de tres factores: el crecimiento mundial, la competitividad-precio, y las decisiones empresariales ligadas a la estrategia de expansión –en términos de escala y geografías– y de producción –en términos de variedades de productos y calidad. ¿Cuál ha sido la evolución reciente de la competitividad-precio en España? ¿Qué conjunción de elementos será imprescindible de cara a mejorarla en el medio plazo?

**El Cuadro R.2.1 presenta la primera medida estándar de competitividad-precio recogida en el diferencial de inflación de España con respecto a los países de la UEM.** La evidencia indica que el diferencial negativo de inflación con la UEM obtenido desde 2009 ha sido resultado de la evolución favorable de la brecha salario-productividad y de la disminución del sesgo inflacionista que típicamente ha caracterizado a los márgenes de beneficio en España<sup>31</sup>. Subyacente al primer factor se encuentran las elevadas ganancias de productividad registradas durante la crisis que, en buena medida, se han basado en la destrucción de empleo. Además, aunque la reforma laboral ha permitido una mayor sensibilidad de los salarios al empleo<sup>32</sup>, sus efectos todavía están por comprobarse en un entorno de recuperación. Con respecto a los márgenes, 2014 se habría cerrado con una contribución negativa (-1,0 pp) de estos a la inflación por segunda vez desde 1999. En contraposición, se vislumbra una conjunción menos favorable en el comportamiento de la brecha salario-productividad, donde la moderación salarial vendría acompañada de una

31: El lector interesado en los motivos subyacentes a la evolución del diferencial de inflación con la Eurozona puede consultar el Recuadro 1 titulado “La moderación de la inflación española en el último quinquenio” de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014 y disponible en: <http://goo.gl/Gv7qQP>

32: El lector interesado en los efectos del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva y la Reforma Laboral sobre la dinámica del mercado de trabajo en España puede consultar el Recuadro 2 titulado “Persistencia del desempleo y dinámica salarial en España” de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2013 y disponible en: <http://goo.gl/DbEcj0>

desaceleración considerable de la productividad aparente. Si bien la economía española ganó competitividad frente a las tres grandes economías europeas durante la crisis, las ganancias a medio plazo habrán de apoyarse en el crecimiento de la productividad –cuyos factores subyacentes se abordan en BBVA Research (2015)<sup>33</sup>– y en la eliminación del sesgo persistentemente inflacionista de los márgenes de beneficio –vía, por ejemplo, mejoras en el funcionamiento competitivo de los mercados de productos.

Cuadro R.2.1

**Descomposición de la inflación a partir del deflactor del PIB: muestra de países de la UEM-12, 2009-2014**

	Total Salarios	Productividad	Márgenes	Impuestos	
UEM-12	1,05	0,89	0,16	0,11	0,21
<b>En desviación con respecto a la media de UEM-12</b>					
Alemania	0,46	0,15	-0,29	0,06	-0,04
España	-0,93	-0,25	0,91	0,10	0,14
Francia	-0,23	0,20	0,19	-0,20	-0,04
Italia	0,17	-0,30	-0,27	0,06	0,14

Notas:

1. Contribuciones al cambio. Tasas de crecimiento medio anual en %.

2. Datos disponibles hasta 2013 y avance 2014.

3. La contribución de los márgenes de beneficio se calcula como residuo.

4. El total es la suma de las contribuciones de salarios, márgenes e impuestos, menos la contribución de la productividad.

5. La productividad se mide como producción por empleado.

Fuente: BBVA Research a partir de AMECO

Si el análisis se circunscribe al mercado internacional, **las ganancias de competitividad-precio reflejadas en el tipo de cambio efectivo real (TCER) de las exportaciones totales durante la crisis son menos llamativas** (Cuadro R.2.2). La depreciación real acumulada en el período 2009-2014 asciende al 3,8%, muy lejos del 6,2% de Francia o del 5,7% de Alemania. Estas cifras esconden dos hechos estilizados adicionales.

**En primer lugar, no se aprecia una tendencia secular de caída del precio relativo de las exportaciones en España** (Gráfico R.2.2). A diferencia de los registros de Alemania o Francia (Gráfico R.2.3), en su conjunto, las empresas exportadoras españolas no han necesitado incidir especialmente en una estrategia de reducción de precios relativos para alcanzar cifras de crecimiento elevado<sup>34</sup>. Únicamente al final de la muestra, se observa una caída moderada del precio relativo de las exportaciones en conjunción con la depreciación nominal del euro, ambos factores positivos para avanzar en términos de competitividad. Llegado este punto cabe destacar que el precio del total de las exportaciones industriales españolas se ha incrementado un 8,3% a/a entre 2009 y 2014 tal que, únicamente, los bienes de consumo no duradero han reducido su precio de exportación (Gráfico R.2.4). Por lo tanto, las ganancias de competitividad obtenidas por la reducción de los precios relativos no han supuesto una caída generalizada del ingreso nominal por unidad exportada de las empresas, aunque sí se observa un comportamiento menos favorable a partir de 2013<sup>35</sup>.

**En segundo lugar, la evolución del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) ha contribuido algo menos a la depreciación real de la economía (-1.3%) si se compara con la de sus principales competidores europeos.** La consecución de ganancias de competitividad por esta vía requiere diversificar las exportaciones más que nuestros competidores hacia destinos donde los movimientos cambiarios sean favorables. Aun siendo un proceso lento, la diversificación de las exportaciones españolas por destino sigue su curso<sup>36</sup>.

33: El lector interesado en un estudio sobre los determinantes de la productividad a nivel empresa puede consultar el Recuadro 3 titulado "Capital humano y productividad: un análisis de la empresa manufacturera en España desde principios de los años noventa" de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2015 y disponible en: <http://goo.gl/effVu0>

34: Argumento consistente con los resultados obtenidos en estimaciones de ecuaciones de exportación (véase IMF, 2013).

35: No obstante, esta coyuntura no sería incompatible con un incremento de los ingresos nominales totales por el aumento de las unidades exportadas.

36: El lector interesado en la diversificación geográfica y productiva de las exportaciones españolas puede consultar el Recuadro 3 titulado "La diversificación de las exportaciones como factor explicativo del crecimiento regional" de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014 y disponible en: <http://goo.gl/XZya98>



Cuadro R.2.2

**Descomposición del TCER a partir del deflactor de las exportaciones de bienes y servicios, 1T09-4T14 (variación %)**

	Tipo de cambio efectivo real	Tipo de cambio efectivo nominal	Precio relativo
Alemania	-5,7	-2,1	-3,7
España	-3,8	-1,3	-2,5
Francia	-6,2	-1,7	-4,6
Italia	-2,5	-1,5	-1,0

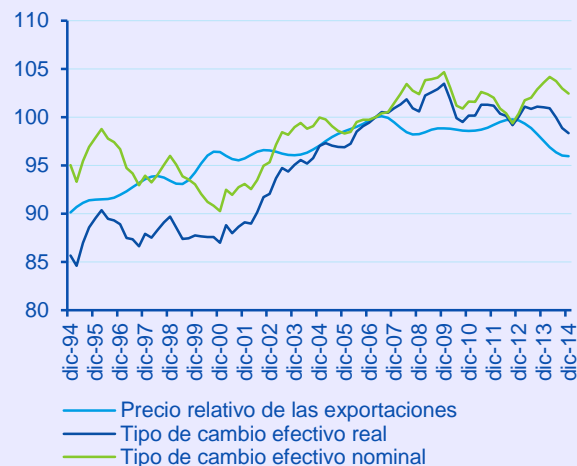
Nota:

1: TCER frente a 37 países industrializados.

Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Gráfico R.2.1

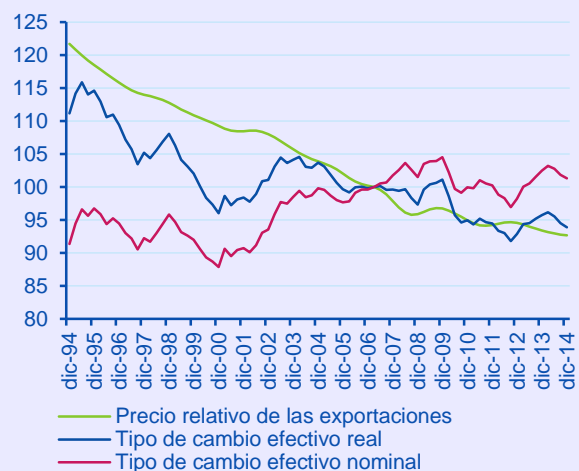
**España: TCER de las exportaciones de bienes y servicios, 1994-2014 (1T07=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Gráfico R.2.2

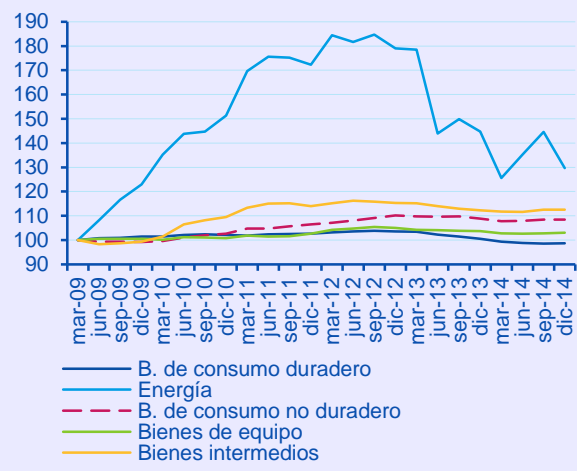
**Alemania: TCER de las exportaciones de bienes y servicios, 1994-2014 (1T07=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Gráfico R.2.3

**España: índices de precios de exportación (1T09=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Si bien desde la entrada en la UEM la economía española logró mantener su cuota exportadora a pesar del aumento del precio relativo de las exportaciones<sup>37</sup>, a medio plazo, **la profundización del proceso de globalización mediante la expansión de las cadenas de valor global hace previsible la necesidad de perseverar en la mejora de la competitividad vía precios relativos de exportación.** Tres

elementos necesarios para conseguir este objetivo están bien documentados en la literatura económica: (a) crecimiento elevado de la productividad, (b) crecimiento salarial en línea con la evolución de ésta, y (c) contención del margen de beneficio empresarial. Otro elemento mucho menos conocido se circunscribe al papel de la regulación en los mercados de servicios que sirven como insumos en el proceso de producción

37: Véase Correa-López y Doménech (2012).

de los distintos sectores de la economía (véase, p.ej., Barone y Cingano (2011), Broulès *et al.* (2013)). La creciente variedad de consumos intermedios que forman parte de la generación de valor añadido ha incrementado la relevancia del sector servicios en la estructura productiva. En este contexto, la existencia de un marco regulatorio que inhibe la competencia en los mercados de servicios podría tener consecuencias adversas sobre los precios de los consumos intermedios que pagan las empresas, lo que supondría un encarecimiento relativo a lo largo de todos los estadios de la cadena productiva. La eliminación de estas restricciones a la competencia podría suponer un impulso adicional a la competitividad de las empresas en el mercado doméstico e internacional.

## Regulación en servicios y competitividad empresarial

### Modelo econométrico

Para investigar la existencia de un vínculo entre regulación y precio de los consumos intermedios, se estima un modelo de datos de panel aplicado a la economía española. En concreto, a partir de los registros provenientes de la *Encuesta sobre Estrategias Empresariales* (ESEE), elaborada por la Fundación SEPI, se analiza una muestra anual de 3.540 empresas pertenecientes a 10 sectores manufactureros durante el período 1991-2007. Esta encuesta se distingue internacionalmente por su riqueza en la disponibilidad de datos referidos a la evolución de distintos indicadores de precio a nivel empresa, entre ellos, el precio de los consumos intermedios. La variable que mide el impacto sobre cada sector manufacturero de la regulación anticompetitiva en el sector servicios (REG) combina información de las restricciones a la competencia en los mercados de energía, transporte, comunicación y servicios profesionales, y de la dependencia de cada sector manufacturero de los *inputs* producidos por cada uno de estos cuatro servicios, tal y como se describe en Correa-López y Doménech (2014).

La especificación que relaciona ambas variables de interés toma la siguiente forma:

$$g_{it}^{PCI} = \alpha + \beta \Delta REG_{jt} + \gamma g_{jt}^{PCI-US} + \delta g_{jt}^{X-WORLD} + \varphi_{recesión_{it}} + \eta_j + \lambda_t + \mu_i + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

donde los subíndices  $i$ ,  $t$  y  $j$  denotan, respectivamente, la empresa, el año y el sector manufacturero en la muestra. En la expresión (1), la tasa de variación del precio de los consumos intermedios viene explicada directamente por el cambio en el marco regulatorio del sector servicios. Además, se controla por otras dos variables a nivel sectorial que podrían influenciar el precio de los consumos intermedios que pagan las empresas: la variación del precio de los consumos intermedios registrada por los sectores manufactureros de EE. UU. y el crecimiento real de las exportaciones mundiales. La primera variable capturaría la presencia de factores tecnológicos exógenos y la segunda de factores asociados a presiones de demanda. La expresión (1) también incluye una variable dicotómica que trata de aproximar la posición cíclica autodeclarada de la empresa (recesión frente a estable/expansión), una variable dicotómica  $\lambda_t$  que controla por el efecto del ciclo económico común a todas las empresas y otra indicativa del sector. Asimismo, el efecto fijo  $\mu_i$  recoge la heterogeneidad inobservada a nivel empresa y  $\varepsilon_{it}$  es el componente idiosincrático. La estimación de la especificación (1) se lleva a cabo mediante estimadores alternativos, en concreto, efectos fijos y efectos aleatorios, permitiendo este último aprovechar la variabilidad temporal y entre empresas en el panel no equilibrado. El Cuadro R.2.A.1 del Apéndice presenta los resultados de la estimación.

### Resultados

Los resultados que figuran en el Cuadro R.2.A.1 indican la existencia de una asociación positiva y significativa entre la variación en el precio de los consumos intermedios y el cambio en la regulación del sector servicios. Dado que España realizó un esfuerzo desregulador importante durante el período de análisis (véase Correa-López y Doménech, 2014), **los resultados sugieren que la eliminación de las barreras a**

la competencia en servicios redujeron las presiones inflacionistas sobre los precios de los consumos intermedios pagados por las empresas manufactureras. En cuanto a la magnitud del efecto, se obtiene que incrementar el esfuerzo desregulador en una décima disminuye entre 1,7 y 2,2 pp la variación en el precio de los consumos intermedios. Este mecanismo de precios subyacería al impacto positivo de la desregulación en servicios sobre las exportaciones reales de las empresas manufactureras (Correa-López y Doménech, 2014). Por su parte, tanto la variación en el precio de los consumos intermedios de las manufacturas de EE. UU. como el crecimiento real de las exportaciones mundiales se asocian positiva y significativamente a la variación en el precio de los consumos intermedios de las empresas españolas, lo que confirma la existencia de tendencias tecnológicas y de demanda como determinantes del precio de los consumos intermedios. Finalmente, una empresa en fase recesiva ejerce una presión a la baja sobre los precios de sus consumos intermedios<sup>38</sup>.

## Conclusión

**Las ganancias de competitividad-precio que la economía española acumula desde 2009 se han sustentado en la conjunción de tres elementos: contención salarial, crecimiento de la productividad y moderación del sesgo inflacionista de los márgenes de beneficio.** A medio plazo, es indiscutible que la variable más relevante para la competitividad es la productividad y los últimos datos evidencian que su crecimiento durante la crisis pudo tener un elevado componente cíclico. La necesidad de continuar con las ganancias de competitividad vía precios es evidente en un entorno mundial que profundiza en los mecanismos y oportunidades disponibles a través de la globalización. Al esfuerzo en productividad que la economía española necesita realizar, se añade la eliminación de las barreras a la competencia en el

sector servicios, especialmente en aquellos segmentos donde continúan elevadas (p.ej. servicios profesionales). **Asegurar la competencia de mercado en estos servicios puede dar un valioso margen de maniobra a las empresas de cara a ser más competitivas en el mercado doméstico e internacional, como consecuencia de la moderación en el precio de los bienes y servicios intermedios que se incorporan a su cadena de producción.**

## Referencias

- Barone, G., Cingano, F., 2011. Service regulation and growth: Evidence from OECD countries. *Economic Journal* 121, 931-957.
- Bourlès, R., Cette, G., Lopez, J., Mairesse, J., Nicoletti, G., 2013. Do product market regulations in upstream sectors curb productivity growth? Panel data evidence for OECD Countries. *Review of Economics and Statistics* 95, 1750-1768.
- Correa-López, M., Doménech, R., 2012. La internacionalización de las empresas españolas. BBVA Research WP 12/29.
- Correa-López, M., Doménech, R., 2014. Does anti-competitive service sector regulation harm exporters? Evidence from manufacturing firms in Spain. BBVA Research WP 14/13.
- IMF (2013). Euro Area Policies, Article IV Consultation. *IMF Country Report No. 13/232*.

38: Los resultados de la estimación son robustos a la inclusión de otros determinantes, tal y como son la variación en el precio de las importaciones energéticas y las medidas alternativas de regulación construidas en Correa-López y Doménech (2014).

## Anexo

Cuadro R.2.A1

**Regulación y precios de los consumos intermedios: muestra de empresas en manufacturas, 1991-2007****Variable dependiente: Variación del precio de los consumos intermedios**

<b>Regresores:</b>	<b>Estimador efectos fijos</b>		<b>Estimador efectos aleatorios</b>	
	<b>Coef.</b>	<b>Error Est.</b>	<b>Coef.</b>	<b>Error Est.</b>
$\Delta$ REG	17,260 ***	[4,731]	22,476 ***	[4,011]
Variación precios US	0,281 ***	[0,041]	0,355 ***	[0,039]
Exportaciones mundiales	0,007 **	[0,003]	0,009 ***	[0,002]
Recesión	-0,351 **	[0,141]	-0,221 *	[0,120]

Notas:

1. Todas las especificaciones incluyen una constante y variables dicotómicas sector y año.
  2. (\*\*\*) denota significatividad estadística al 1%, (\*\*) al 5% y (\*) al 10%.
  3. Errores estándares robustos.
  4. Se incluye una variable dicotómica de posición cíclica autodeclarada (recesión o no).
- Fuente: Elaboración propia a partir de ESEE, Fundación SEPI

### Recuadro 3. El mecanismo de segunda oportunidad

El Gobierno español aprobó recientemente cambios legislativos en el tratamiento de la insolvencia personal en España, con un modelo que se acerca más al de la mayoría de los países europeos, y que busca ayudar al proceso de desapalancamiento de las familias, una mejor asignación de los recursos y la promoción de la actividad emprendedora. Hasta ese momento la regla general establecía que un deudor individual respondía con todos sus bienes e ingresos presentes y futuros, lo que impedía que los deudores españoles se pudiesen beneficiar de una segunda oportunidad y, en consecuencia, fomentaba la economía informal. La introducción del Real Decreto-ley (RDL) 1/2015, de 27 de febrero de Mecanismo de Segunda Oportunidad, Reducción de la Carga Financiera y otras Medidas de Orden Social supone un cambio sustancial en esta materia. En el RDL se establece: (1) un mecanismo de segunda oportunidad en el ámbito concursal para personas físicas, (2) se amplía el colectivo protegido por el Código de Buenas Prácticas, a los que no se aplicarán las cláusulas suelo de las hipotecas y (3) se prorroga dos años más la suspensión de los desahucios que vencía en mayo de 2015, hasta 2017.

Con respecto a la segunda oportunidad se desarrolla un marco de insolvencia personal inspirado en las experiencias de otros países (fundamentalmente es una adaptación del modelo alemán e italiano), que había sido solicitado por organismos internacionales. Su principal objetivo es que una persona física pueda sobreponerse a una situación económica adversa (como un fracaso empresarial) sin tener que arrastrar indefinidamente una deuda que difícilmente podría satisfacer en el futuro. Así, se trata de permitir que un deudor que lo ha perdido todo por haber liquidado la totalidad de su patrimonio pueda liberarse de la mayoría de sus deudas aún pendientes.

En concreto, en el sistema del concurso personal desarrollado en el RDL se contemplan dos fases:

La primera, denominada acuerdo extrajudicial de pagos, en que los deudores tienen que intentar llegar a un acuerdo con sus acreedores antes de llegar al juez. El acuerdo extrajudicial de pagos había sido introducido en la ley 14/2013 de apoyo a los emprendedores, pero estaba reservado únicamente a emprendedores y autónomos. Con este RDL los principales cambios son:

1. la ampliación y flexibilización de los acuerdos extrajudiciales de pagos, que se extienden de empresarios y autónomos a personas naturales no empresarios y se permite la extensión de los efectos del acuerdo a los acreedores con garantía real disidentes (i.e. los que no están de acuerdo con la decisión de la mayoría, siempre que se cumplan unas mayorías pre-determinadas);
2. el refuerzo y flexibilización de la figura del mediador, que será designado por un notario o registrador. Para personas físicas no empresarias el mediador puede ser un notario, y para personas jurídicas pueden serlo las Cámaras Oficiales de Comercio;
3. el establecimiento de reglas de procedimiento especialmente simplificadas para particulares (plazos más breves de designación, convocatoria de acreedores y de resolución; si en 2 meses no hay acuerdo, se ha de instar el concurso en 10 días) y la significativa reducción de los aranceles notariales y registrales;
4. se extiende de 3 a 5 años el plazo que impide volver a solicitar el acuerdo extrajudicial.

La segunda fase, que es el concurso personal propiamente dicho, permite llegar incluso hasta la exoneración total de la deuda si se cumplen fundamentalmente dos condiciones: (i) que el deudor actúe de buena fe y (ii) que se liquide previamente su patrimonio. En concreto se establece un nuevo sistema de exoneración de

**deudas**<sup>39</sup> –provisional por un periodo de 5 años– que se aplicará tras la conclusión de un concurso por liquidación y que además se sujeta a las siguientes condiciones:

- **presentar y comprometerse a cumplir un plan de pagos de la deuda no exonerada** (contra la masa y aquellas que gocen de privilegio general, i.e. deudas con acreedores públicos, salarios, costas judiciales) que el juez aprobará y podrá modificar si lo estima oportuno;
- no haber disfrutado de una exoneración previa en los últimos 10 años;
- no haber rechazado en los cuatro años anteriores (a la declaración de la exoneración provisional) una oferta de empleo adecuada;
- aceptar que **conste en el Registro Público Concursal la exoneración de la deuda por un periodo de 5 años.**

**Durante la fase provisional la decisión de exoneración podrá revocarse** a solicitud de los acreedores cuando se acredite que el deudor ha ocultado ingresos o bienes o el deudor consiguiera una sustancial mejora de su situación o hubiese incumplido el plan de pagos. **Transcurridos 5 años, el juez declarará la exoneración definitiva** después de que el deudor haya hecho frente en ese período a las deudas no exoneradas o haya realizado un esfuerzo sustancial para su satisfacción.

Considerando la trascendencia de las cuestiones abordadas en este RDL se tramitará como proyecto de ley en las Cortes Generales.

Además del RDL, el Gobierno ha propuesto un **cambio en la competencia judicial sobre los concursos personales de los deudores no**

**empresarios** que pasan a ser competencia de los juzgados de primera instancia. Así, se elimina la concentración en los juzgados de lo mercantil de toda la competencia en materia concursal, como ocurría hasta ahora.

Con respecto a las **novedades introducidas en el Código de Buenas Prácticas** para deudores hipotecarios:

- Se amplían los beneficiarios: el límite de renta familiar anual pasa de 19.170,39 euros a 22.365,42 euros y se incluye en el colectivo de vulnerabilidad que el deudor sea mayor de 60 años. Según estimaciones propias a partir de la Encuesta Financiera de las Familias, esto supondría pasar de unos 700 mil hogares a 975 mil. La subida no es superior porque los mayores de 60 años están hipotecados en una menor proporción<sup>40</sup>.
- Se amplían las viviendas que se pueden acoger: el precio máximo de adquisición podrá superar en un 20% el índice elaborado por el Ministerio de Fomento con un límite de 300.000 euros (250.000 euros para la dación en pago), antes 250.000 euros.
- Se amplían los beneficios: No se les aplicarán las cláusulas suelo.

Por último, se **amplía hasta 2017 el periodo de suspensión de desahucios** sobre viviendas habituales de colectivos especialmente vulnerables y se posibilita, en términos similares a los previstos en el Código de Buenas Prácticas, que más personas puedan acogerse a la suspensión.

39: Además de mantener el actual en el cual se condicionaba la exoneración al pago total de la deuda a acreedores privilegiados y 25% de las deudas con acreedores ordinarios

40: Según la encuesta financiera de las familias de 2011, la renta media del percentil 20 (el 20% con menos renta) son 8 mil euros al año, del percentil 20 al 40 16 mil y del 40 al 60 25 mil, así que suponemos que hasta el percentil 40 se está debajo del límite de 21 mil.

- Suponiendo 13 millones de familias en España (según la EFF), esto supondría unos 5,2 millones de familias con una renta inferior a 21 mil.
- Del percentil 20, un 6,2% está hipotecado para compra de vivienda. Del 20 al 40 un 22,8%. Esto nos lleva a 754 mil familias hipotecadas y con una renta menor a 21 mil euros.
- Además, con cabeza de familia de 55-64 años hay un 17,5% de familias (tomamos la mitad), entre 65 y 74 años un 14,7% y a partir de 75 años un 14,2%. De éstos, un 11%, 3,9% y 1,3% están hipotecados, respectivamente, lo que añade otras 224 mil familias, aunque parte podrían haber estado ya incluidas por su renta.
- Como máximo, el Código afectaría a 978 mil familias (754 mil por renta y 224 mil por edad).

## Valoración

La introducción de un **marco de insolvencia personal es positiva**. Una regulación adecuada podrá fomentar la iniciativa emprendedora y suavizar los impactos negativos de una caída de ingresos en las personas naturales. Es positivo extender a los particulares los acuerdos extrajudiciales de pagos y dar una segunda oportunidad a los deudores que de buena fe están en una situación de sobreendeudamiento, que podrán realizar una demanda solvente de crédito en el futuro.

Es importante **dotar de recursos** para que la norma funcione, ante un previsible aumento en el número de concursos. Aunque esté previsto que los casos simples de particulares pasen a tramitarse en los Tribunales Civiles de Primera Instancia, y los de personas jurídicas en los Tribunales Mercantiles, es importante no descuidar este aspecto.

Sería deseable que hubiera **unos filtros por nivel de renta o riqueza** para acceder a estos procedimientos (solo se mantiene el límite de 5

millones de euros de pasivo para acceder a un concurso personal, que ya existía), para eliminar comportamientos oportunistas o de mala fe. En caso contrario, particulares de alto nivel adquisitivo podrían liberarse de sus deudas con un coste bajo.

También sería deseable que la ley incluyera mecanismos que **desincentivaran la economía sumergida**. Por ejemplo, si el plan de pagos afecta a un porcentaje de los ingresos del deudor (y no una cantidad fija), esto da incentivos a trabajar en la economía sumergida para minimizar los pagos.

Podría afirmarse que la reforma **introduce la dación en pago**, pero sólo después de intentar un acuerdo extrajudicial, liquidarse todo el patrimonio del deudor y tras un plan de pagos de 5 años a ciertos acreedores.

Sería importante crear algún mecanismo de seguimiento y evaluación de la legislación de segunda oportunidad para poder detectar lo que funciona bien y mal y corregir lo último.

## 4 2015 abre paso a una política fiscal más expansiva

El ajuste del déficit en 2014 se debió tanto a la recuperación de los ingresos tributarios como a la contención del gasto, sobre todo, en la administración central

**Las administraciones públicas españolas cerraron el año 2014 con un déficit del 5,7% del PIB<sup>41</sup>** (dos décimas por encima de lo esperado), lo que supone una ligera desviación sobre el objetivo del -5,5% del PIB que se fijó el Gobierno, pero se sitúa por debajo del -5,8% acordado con la Comisión Europea de cara al cumplimiento del protocolo de déficit excesivo (PDE). Así, el déficit público español vuelve a ser el más elevado entre los países de la UEM, una vez se depuran las ayudas al sector financiero. Con todo, esta cifra supone una mejora de seis décimas del PIB respecto al cierre de 2013, y **acumula ya más de 3,5 puntos porcentuales (pp) del PIB de ajuste desde 2011, el quinto mayor del entorno europeo** (véase el Gráfico 4.1).

Por administraciones públicas, durante 2014 la administración central, que observó el mayor ajuste, disminuyó su déficit en torno a 0,7 pp hasta situarlo en el -3,5% del PIB, en línea con su objetivo de estabilidad. Tras ella, tanto las corporaciones locales como las administraciones de la Seguridad Social mantuvieron el saldo registrado el año anterior. Por un lado, las corporaciones locales volvieron a registrar un superávit superior al 0,5% del PIB, mejorando su objetivo de equilibrio presupuestario. Por otro lado, la Seguridad Social registró un déficit del 1,1% del PIB, una décima por encima de su objetivo. Por último, las comunidades autónomas no solo volvieron a desviarse respecto a su objetivo de estabilidad (-1.0%), sino que elevaron su déficit hasta el -1,7% del PIB, algo más de una décima por encima del observado en 2013<sup>42</sup>.

Analizando el ajuste de déficit observado, las estimaciones de BBVA Research muestran que la recuperación de la actividad, junto con la moderación de los costes de financiación, favoreció la reducción del déficit público español de aproximadamente 0,6 puntos del PIB durante 2014. Así, **la reducción observada del déficit podría atribuirse casi exclusivamente a la mejora cíclica de la actividad, poniendo fin al tono restrictivo de la política fiscal iniciada en 2010.**

Tanto la recuperación de los ingresos como cierta contención del gasto público habrían sido responsables en parte iguales del ajuste de las cuentas públicas españolas en 2014. Los ingresos públicos recuperaron dinamismo y se situaron en torno al 37,8% del PIB, 0,3pp por encima de los registrados en 2013 y en niveles semejantes a los observados a mediados de los años 90. Por su parte, el gasto público cayó durante 2014 alrededor de tres décimas respecto al año anterior hasta el 43,5% del PIB. Este hecho contrasta con lo ocurrido en media en los países de la unión monetaria, donde el ajuste promedio en el déficit provino de la contención del gasto público, aunque es cierto que se observa una gran heterogeneidad entre los diferentes estados.

Analizando la descomposición del ajuste por subsectores, el Gráfico 4.2 muestra cómo **la caída del gasto registrada a lo largo de 2014 se concentró en la administración central y, en menor medida, en la Seguridad Social, fundamentalmente por la reducción de las prestaciones sociales.** Mientras, en las administraciones territoriales, tras el ajuste de años anteriores, en 2014 el gasto público permaneció prácticamente estable. Finalmente, **la recuperación observada en los ingresos tributarios se ha concentrado casi exclusivamente en la administración central.**

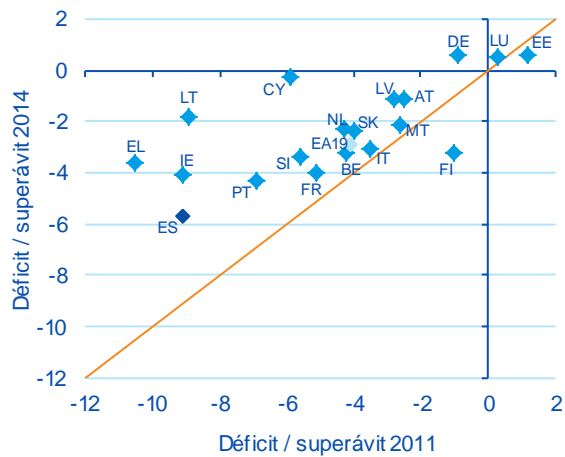
41: El déficit analizado en esta sección es siempre excluidas las ayudas al sector financiero

42: Véase el Recuadro 4, "Las finanzas autonómicas en 2014 y el impacto del sistema de financiación" de esta publicación, para un análisis detallado del cierre de 2014 de las comunidades autónomas.



Gráfico 4.1

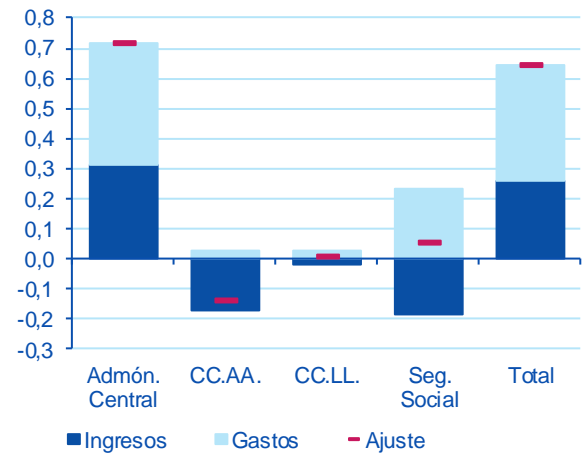
**UEM: capacidad / necesidad de financiación, excluidas las ayudas al sector financiero (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 4.2

**AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal en 2014 (puntos porcentuales del PIB)**



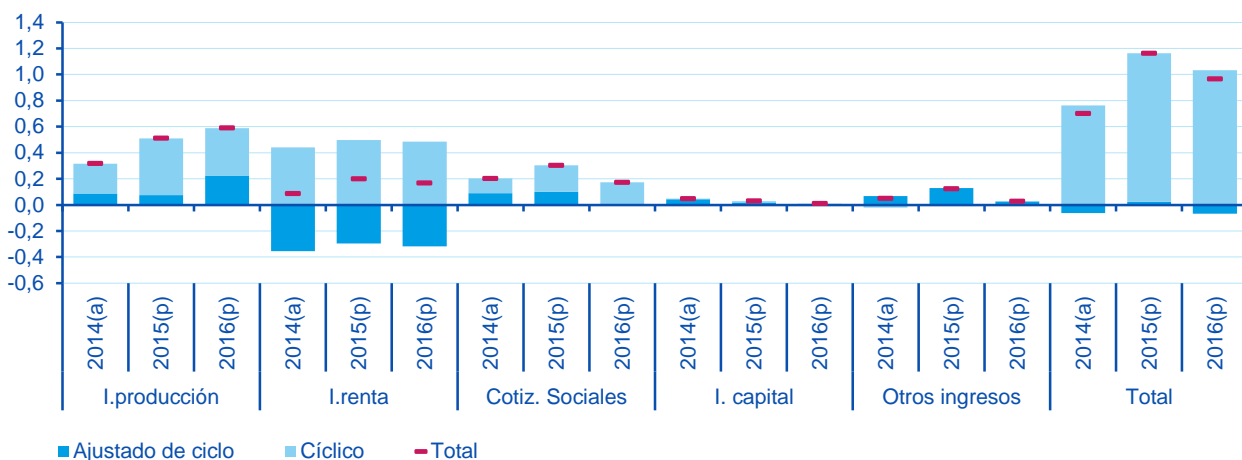
Nota: (+) Aumentan los ingresos, cae el gasto, se reduce el déficit; (-) caen los ingresos, aumenta el gasto, se incrementa el déficit  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

La descomposición de los ingresos y gastos en los factores cíclico –asociado a las variaciones cíclicas de la actividad– y estructural –derivado de las decisiones discrecionales de la política fiscal o del deterioro permanente de algunos de sus componentes–, permite realizar una valoración de la naturaleza del ajuste fiscal llevado a cabo en 2014. De esta forma, según las estimaciones de BBVA Research **el ciclo económico habría impulsado la recaudación impositiva de 2014** en torno a 0,8 pp del PIB potencial, de la mano de los impuestos sobre la renta y sobre la producción (véase el Gráfico 4.3). Este aumento de los recursos tributarios se habría producido en gran parte gracias a la **mejoría de las bases imponibles, que ha sido fundamentalmente cíclica** en el caso de la renta bruta disponible. Por su parte, un tercio del aumento de la base imponible del IVA (en torno a 0,6 pp del PIB potencial) se habría debido a la recuperación cíclica del gasto en consumo final, mientras que el incremento restante (1,3 pp) podría tener origen no tanto en una recuperación estructural del consumo, si no que estaría reflejando el gasto anticipado a la rebaja fiscal en vigor desde enero de 2015.

Por otro lado, en términos del PIB potencial, **el ciclo económico habría favorecido la reducción del gasto en 2014, fundamentalmente, de las prestaciones por desempleo**. Por el contrario la inesperada expansión de las prestaciones sociales registrada a final del año, estaría detrás del incremento discrecional del gasto público de más de tres décimas del PIB potencial. Junto a ello, **se sigue observando cierto ajuste del componente discrecional** en partidas como la remuneración de asalariados, los consumos intermedios o la formación bruta de capital (véase el Gráfico 4.4).

Gráfico 4.3

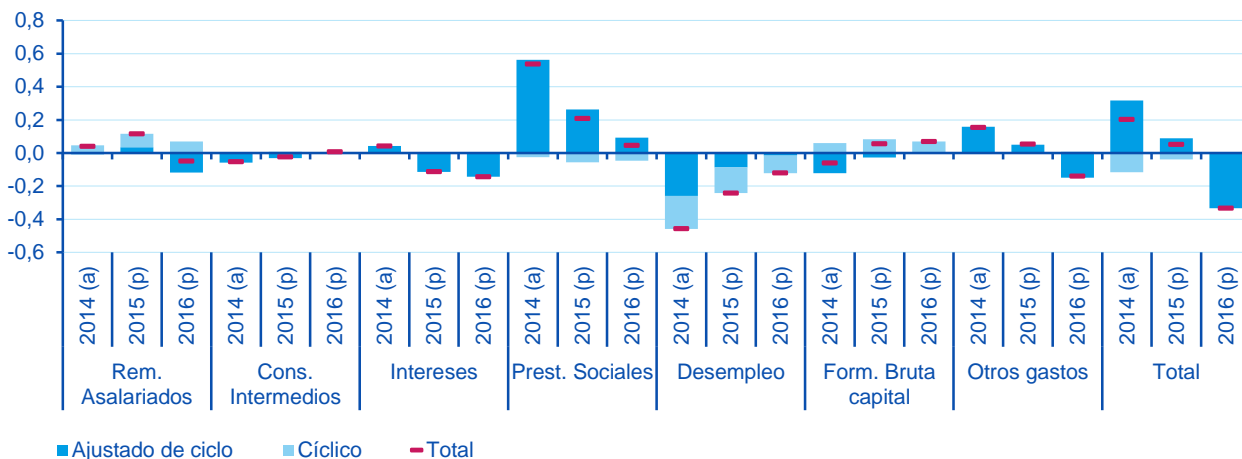
AA. PP.: variación de los ingresos no financieros (pp del PIB potencial)



Nota: (+) aumentan ingresos y disminuye el déficit; (-) caen ingresos y crece el déficit  
(a): avance; (p): previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 4.4

AA. PP.: variación de los gastos no financieros (pp del PIB potencial)



Nota: (+) aumenta el gasto y aumenta el déficit; (-) cae el gasto y se reduce el déficit  
(a): avance; (p): previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

## La recuperación económica y la rebaja tributaria marcarán la política fiscal de los próximos años

La política fiscal de 2015 y 2016 estará condicionada por la rebaja impositiva en vigor desde enero de 2015, que supondrá un impulso al crecimiento ya que se espera que disminuya de forma significativa el tipo medio efectivo sobre la base liquidable del IRPF<sup>43</sup>. En este contexto, las previsiones de BBVA Research sugieren que **la rebaja fiscal producirá una caída 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

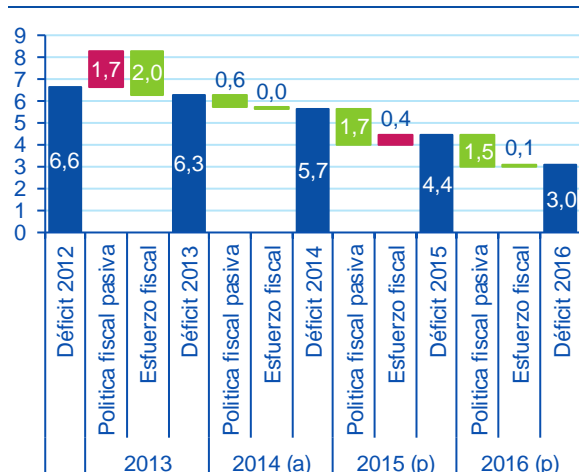
43: Véase el recuadro 2. "El impacto de la reforma del IRPF" del Situación España. Cuarto trimestre de 2014.

como de las cotizaciones sociales. Así, los ingresos públicos de 2015 se elevarán hasta el 38,2% del PIB (cuatro décimas por encima del cierre de 2014) y hasta el 38,5% en 2016.

Por el lado del gasto, **se espera que siga ajustándose a lo largo de los dos próximos años**, en parte por el efecto de las políticas de reducción de déficit puestas en marcha en años anteriores, pero sobre todo por la mejora prevista en el mercado laboral –que reducirá el importe de las prestaciones por desempleo– y por la reducción de los costes financieros. Como consecuencia, el gasto público se situará a final de 2016 en torno al 41,4% del PIB, en niveles semejantes a los de comienzos de la crisis.

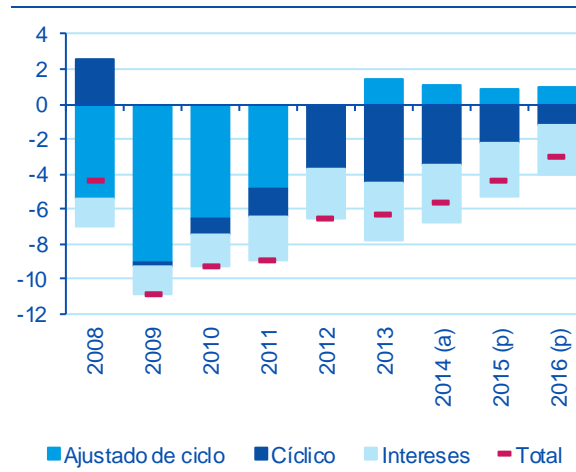
De esta forma, **para 2015 se espera que el ciclo económico continúe corrigiendo el deterioro fiscal, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por una menor presión de la carga de intereses y de las prestaciones sociales**. Junto a ello, el impacto de las políticas expansivas puestas en marcha, situará el déficit de 2015 en torno al 4,4% 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 4.5).

Gráfico 4.5  
AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal (pp del PIB)



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

Gráfico 4.6  
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 en torno al -2,0% a finales de 2016**. Si se descuenta el importe del pago por intereses, se estaría registrando un superávit primario estructural en torno al 1% desde 2013 (véase el Gráfico 4.6), lo que supone un ajuste de más de 10 pp desde 2009. Ello implica que, si las medidas de consolidación acometidas fueran de carácter permanente, durante los próximos años las cuentas públicas españolas estarían generando superávits primarios del entorno del 1,0% del PIB. **Pese a ello, persisten importantes desequilibrios en la economía española que todavía no se han corregido** –i.e.: elevada tasa de paro y elevados niveles de deuda–, **que requieren que continúen las reformas estructurales** con efectos directos en la capacidad de crecimiento de la economía y en la sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas. En este sentido, y en línea con las recomendaciones del Eurogrupo, España debería seguir avanzando tanto en la reforma laboral como en la del sistema tributario. Igualmente, 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 al ritmo necesario para cumplir los compromisos del Pacto fiscal en Europa.

Cuadro 4.1

**AA. PP.: capacidad / necesidad de financiación\***

(% PIB)	2013	2014 (a)	2015 (p)	2016 (p)
Remuneración de asalariados	10,9	10,8	10,7	10,5
Consumos intermedios	5,3	5,2	5,1	5,0
Intereses	3,3	3,3	3,1	2,9
Prestaciones por desempleo	2,8	2,3	2,0	1,9
Prestaciones sociales	13,4	13,8	13,7	13,5
Formación bruta de capital	2,1	2,1	2,1	2,1
Otros gastos	5,9	6,0	5,9	5,7
<b>Gastos no financieros</b>	<b>43,8</b>	<b>43,5</b>	<b>42,6</b>	<b>41,5</b>
Imp. Sobre la producción	11,0	11,2	11,5	11,9
Imp. Sobre la renta, la riqueza, etc.	10,0	10,0	10,0	10,0
Cotizaciones sociales	12,2	12,3	12,3	12,3
Imp. Sobre el capital	0,5	0,5	0,5	0,5
Otros ingresos	3,8	3,8	3,8	3,8
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>37,5</b>	<b>37,8</b>	<b>38,2</b>	<b>38,5</b>
<b>Necesidad de financiación</b>	<b>-6,3</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>-3,0</b>
Objetivo de estabilidad	-6,5	-5,5	-4,2	-2,8

(\*) : Excluidas las ayudas al sector financiero

(a) : avance; (p) : previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

## Recuadro 4. Las finanzas autonómicas en 2014 y el impacto del sistema de financiación

Ángel de la Fuente - (Fedea e Instituto de Análisis Económico - IAE CSIC)

### Introducción

Las comunidades autónomas incumplieron nuevamente el objetivo de déficit fijado para 2014, e incluso mostraron un desequilibrio mayor que el observado en 2013. Esta desviación se explica en parte por ciertas peculiaridades del sistema de financiación regional que han traído una disminución de las transferencias netas desde el Estado en un año de recuperación de los ingresos públicos. Con un incremento de las transferencias similar al observado en el caso de la recaudación tributaria estatal, el desequilibrio en las cuentas autonómicas se habría reducido en un 0,2% del PIB. En todo caso, este avance hubiese sido insuficiente para cumplir con el objetivo fijado.

### Análisis de las finanzas autonómicas en 2014

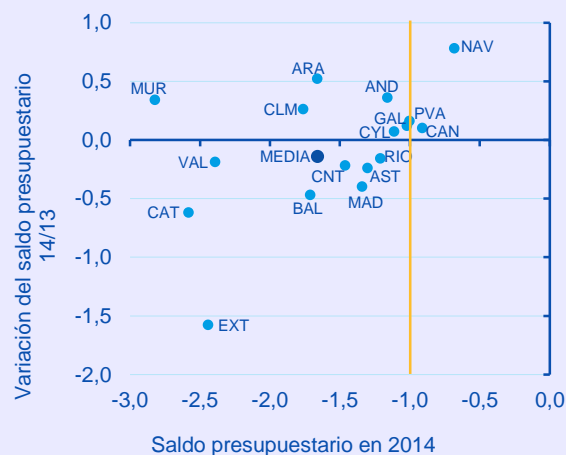
La Intervención General de la Administración del Estado (IGAE, 2015a y b) ha publicado recientemente las cuentas de las comunidades autónomas correspondientes al ejercicio 2014. El Gráfico R.4.1 muestra el saldo presupuestario de cada comunidad de acuerdo con esta fuente junto con la variación observada de tal saldo en relación con el ejercicio anterior. La línea vertical de color amarillo indica el objetivo de estabilidad presupuestaria, que se fijó para 2014 en el 1% del PIB para todas las comunidades autónomas, y el cuadrado azul oscuro corresponde al conjunto de todas las administraciones regionales.

En 2014 el conjunto de las comunidades autónomas presentó un déficit presupuestario de 1,66 puntos del PIB nacional, 14 centésimas más que en 2013. La situación de las distintas regiones es, sin embargo, muy variada. Como se observa en el Gráfico R.4.1, sólo cuatro de ellas (Navarra, Canarias, el País Vasco y Galicia) cumplieron, al menos aproximadamente, el objetivo de déficit, mientras que dos más (Andalucía y Castilla y León) se quedaron cerca del límite. Todas ellas, además, consiguieron reducir su déficit presupuestario en relación a 2013. El resto de las

comunidades autónomas excedieron el objetivo de déficit en al menos dos décimas de PIB. Algunas de ellas mejoraron su situación en relación al año anterior, pero otras experimentaron apreciables deterioros en sus cuentas. Entre estas últimas destacan Madrid, Baleares, Cataluña y Extremadura, cuyos déficits aumentaron entre 0,4 y 1,6 puntos de PIB en relación al ejercicio anterior.

Gráfico R.4.1

### Saldo presupuestario por CN en 2014 vs. variación en el saldo en relación con 2013



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

El leve deterioro del saldo presupuestario agregado de las comunidades autónomas supone un decepcionante retroceso en la senda de consolidación fiscal iniciada en 2009. La situación, sin embargo, es bastante menos preocupante de lo que podría parecer a primera vista porque el repunte del déficit autonómico no se debe a que el gasto se haya vuelto a descontrolar sino a una caída “técnica” de los ingresos que tiene su origen en el diseño del sistema de financiación regional. En particular, la estructura de entregas a cuenta basadas en previsiones de ingresos y liquidaciones practicadas a posteriori con un desfase de dos años hace que el sistema traslade con un cierto retraso a las comunidades autónomas las variaciones de la recaudación tributaria, especialmente en los momentos de

cambio de ciclo, tanto al alza como a la baja. Así, los ingresos autonómicos por transferencias de otras administraciones se redujeron en un 1,47% entre 2013 y 2014 a pesar del incremento observado en los ingresos tributarios del Estado. En esta partida de transferencias es donde se

recoge el grueso de los pagos del Estado en relación con el sistema de financiación regional, incluyendo la participación de las comunidades autónomas de régimen común en el IVA y en los impuestos especiales.

Cuadro R.4.1

#### Ingresos y gastos netos del conjunto de las Comunidades Autónomas y componentes de su saldo presupuestario

	% del PIB			Millones de euros		
	2013	2014	dif	2013	2014	var %
Ingresos netos	12,79	12,5	-0,28	134.149	132.330	-1,36
Impuestos	4,55	4,57	0,03	47.708	48.411	1,47
Transferencias de otras AA. PP.	7,87	7,68	-0,18	82.538	81.322	-1,47
Transferencias a otras AA. PP.	-1,16	-1,27	-0,11	-12.161	-13.485	10,89
Resto de ingresos	1,53	1,52	-0,01	16.064	16.082	0,11
gastos netos (sin transf a otras AA. PP.)	14,3	14,16	-0,15	150.081	149.859	-0,15
Saldo presupuestario	-1,52	-1,66	-0,14	-15.932	-17.529	10,02

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Para apreciar el papel que juegan los ingresos y los gastos en la evolución reciente del déficit autonómico, así como la incidencia sobre el mismo del sistema de financiación regional, conviene reordenar las cuentas del conjunto de las comunidades autónomas tal como se hace en el Cuadro R.4.1, trasladando la partida de “transferencias a otras administraciones públicas” desde el apartado de gasto, donde la sitúa la IGAE al de ingreso, donde aparece como una minoración. El traslado tiene lógica porque esta partida recoge transferencias de las comunidades autónomas al Estado por conceptos relacionados con el sistema de financiación regional (tales como la aportación navarra o los saldos negativos del Fondo de Suficiencia de ciertas comunidades de régimen común) que reducen los ingresos netos de los que disponen las administraciones regionales. También se incluyen aquí las transferencias a entidades locales, que en buena parte se financian con transferencias finalistas estatales, por lo que también conviene deducirlas de los ingresos regionales.

Vistas así las cosas, el gasto autonómico ha continuado reduciéndose durante 2014 (a un ritmo del 0,15% anual, que se traduce en un descenso de

0,15 puntos en su peso en el PIB) y el repunte del déficit se debe enteramente a una caída del 1,36% en los ingresos netos regionales que contribuyó 0,28 puntos de PIB al incremento observado del déficit – y que a su vez tiene su origen en una reducción del 3,61% en las transferencias netas recibidas de otras administraciones públicas (esto es, en la diferencia entre las transferencias recibidas de y las pagadas a otras administraciones). Puesto que esta caída se produce en un momento en el que los ingresos tributarios han empezado a repuntar, parece claro que su origen ha de buscarse más en la inercia de las entregas a cuenta que en un problema real de debilidad de la recaudación.

Partiendo del Cuadro R.4.1, resulta sencillo aproximar la incidencia de este problema técnico. Para ello, en el Cuadro R.4.2 se calcula el déficit que se habría observado en 2014 bajo distintos supuestos sobre la tasa de crecimiento de las transferencias netas de otras administraciones públicas. Como referencia para fijar un intervalo plausible de valores de este parámetro se ha utilizado la información que la propia IGAE (2015b) ofrece sobre la evolución de los ingresos tributarios de la Administración Central. Según esta fuente,

entre 2013 y 2014 la recaudación tributaria estatal se incrementó en un 1,88% por ciento.

Cuadro R.4.2

**Saldo presupuestario del conjunto de las CC. AA. en 2013 y 2014 Situación observada y varios escenarios hipotéticos para 2014 puntos porcentuales del PIB**

Tasa de crecimiento de las transferencias netas de otras AA. PP:	2013	2014	dif
-1,47% = valor observado	-1,52	-1,66	-0,14
0%	-1,52	-1,42	0,1
1,88% = crecimiento de los ingresos tributarios de la Adm. Central	-1,52	-1,29	0,23

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

El Cuadro R.4.2 muestra cómo habría cambiado el déficit de 2014 dependiendo de la tasa de crecimiento de las transferencias netas que las comunidades autónomas reciben de otras administraciones públicas (fundamentalmente del Estado). Si esta partida se hubiese mantenido constante, el déficit autonómico se habría reducido en una décima en 2014 en vez de aumentar. El supuesto que mejor aproxima lo que podrían ser “circunstancias normales” en el sentido de eliminar el problema de la inercia de las entregas a cuenta es, seguramente, que las transferencias netas del Estado crecen al mismo ritmo que sus ingresos tributarios. Bajo esta hipótesis, el déficit autonómico se habría reducido desde el 1,52% del PIB en 2013 hasta el 1,29% del PIB en 2014 – con el correspondiente aumento del déficit del Estado, que vería reducidos sus ingresos netos por las mayores transferencias a las administraciones regionales.

### Conclusión

Como se ha mostrado en este recuadro, una vez se corrigen las distorsiones técnicas que genera la estructura del sistema de financiación regional, se

observa que las administraciones regionales han continuado avanzado en la reducción de sus desequilibrios presupuestarios durante 2014. El avance, sin embargo, ha sido modesto e insuficiente para alcanzar el objetivo de déficit fijado en el 1% del PIB, por lo que en cualquier caso no conviene relajarse.

### Referencias

Intervención General de la Administración del Estado (IGAE, 2015a). Operaciones no financieras del subsector administración regional y detalle por comunidades.

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

Intervención General de la Administración del Estado (IGAE, 2015b). 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>

## 5 Cuadros

Cuadro 5.1

**Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto**

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

\* 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: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.2

**Previsiones Macroeconómicas: Tipo de interés a 10 años**

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

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.3

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio**

Promedio	2012	2013	2014	2015	2016
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,96	0,94
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,04	1,07
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,47	1,60
JPY-USD	79,8	97,5	105,8	124,3	131,7
CNY-USD	6,31	6,20	6,14	6,19	6,09

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.4

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales**

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

Fecha de cierre de previsiones: 30 de abril de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI



Cuadro 5.5

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

	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB real</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>
Consumo privado	-1,3	-0,6	1,0	1,7	1,6
Consumo público	-0,1	0,2	0,7	0,5	0,9
Formación Bruta de Capital Fijo	-3,5	-2,4	1,0	1,5	4,4
Inventarios (contribución al crecimiento)	-0,7	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Demanda interna (contribución al crecimiento)</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	2,6	2,1	3,7	5,2	5,9
Importaciones (bienes y servicios)	-1,0	1,3	3,8	4,9	6,1
<b>Demanda externa (contribución al crecimiento)</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
<b>Precios</b>					
IPC	2,5	1,4	0,4	0,1	1,3
IPC subyacente	1,8	1,3	0,9	0,8	1,2
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	-0,5	-0,7	0,6	1,0	0,9
Tasa desempleo (% población activa)	11,3	12,0	11,6	11,0	10,3
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-3,6	-2,9	-2,4	-2,1	-1,6
Deuda (% PIB)	89,1	90,9	91,9	92,4	91,9
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,5	2,2	2,3	3,2	3,2

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril 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)
<b>Actividad</b>					
PIB real	-2,1	-1,2	1,4	3,0	2,7
Consumo privado	-2,9	-2,3	2,4	3,1	2,4
Consumo público	-3,7	-2,9	0,1	0,8	0,6
Formación Bruta de Capital	-8,3	-3,7	4,2	5,3	6,0
Equipo y Maquinaria	-9,1	5,3	12,2	7,8	6,7
Construcción	-9,3	-9,2	-1,5	4,3	5,4
Vivienda	-9,0	-7,6	-1,8	4,5	9,0
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-4,3	-2,7	2,2	3,0	2,7
Exportaciones	1,2	4,3	4,2	6,1	7,5
Importaciones	-6,3	-0,5	7,6	6,5	7,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,2	1,4	-0,8	0,0	0,1
PIB nominal	-1,9	-0,6	0,9	3,8	4,9
(Miles de millones de euros)	1055,2	1049,2	1058,5	1098,6	1152,3
PIB sin inversión en vivienda	-1,7	-0,9	1,5	3,0	2,5
PIB sin construcción	-1,1	-0,2	1,7	2,9	2,5
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	-4,3	-2,8	1,2	3,0	2,9
Tasa de paro (% población activa)	24,8	26,1	24,4	22,3	20,7
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-4,4	-3,3	1,2	2,6	2,4
Productividad aparente del factor trabajo	2,3	2,0	0,2	0,5	0,4
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	2,4	1,4	-0,2	-0,2	1,4
IPC (fin de periodo)	2,9	0,3	-0,5	0,6	1,5
Deflactor del PIB	0,2	0,7	-0,5	0,7	2,1
Remuneración por asalariado	-0,6	1,7	-0,2	0,3	1,7
Coste laboral unitario	-3,0	-0,3	-0,4	-0,2	1,3
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-0,3	1,4	0,8	0,9	1,0
<b>Sector público</b>					
Deuda (% PIB)	84,4	92,1	97,7	99,7	98,4
Saldo AA. PP. (% PIB) (*)	-6,6	-6,3	-5,7	-4,4	-3,0
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	-3,0	-0,3	1,4	2,3	2,9
Tasa de ahorro (% renta nominal)	11,9	9,7	10,7	9,9	9,2

(p): previsión

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril 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 Economías Desarrolladas**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Con la colaboración de:

**Escenarios Económicos**  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Europa**  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Sistemas financieros**  
Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

José Félix Izquierdo  
jfelixizquierd@bbva.com

**BBVA Research**

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**  
Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**  
Alicia García-Herrero  
alicia.garcia-herrero@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**  
Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Áreas Globales**

**España**  
Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**  
Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**  
Alvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**  
Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**  
Carlos Serrano  
carlos.serranoh@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**  
Oswaldo López  
oswaldo.lopez@bbva.com

**Sistemas Financieros**  
Ana Rubio arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**  
David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**  
María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Política de Recuperación y Resolución**  
José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

**Coordinación Regulatoria Global**  
Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

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