

Documento de Trabajo

FEBRERO 2016

Javier Andrés | Ángel de la Fuente | Rafael Doménech



Notas para una política fiscal en la salida de la crisis

Notas para una política fiscal en la salida de la crisis*

Javier Andrés¹, Ángel de la Fuente² y Rafael Doménech³

Febrero 2016

Resumen

¿Qué política fiscal debería adoptar España durante los próximos años, ahora que finalmente parece que lo peor de la crisis ya ha pasado? Quizás la principal línea de división entre las posibles respuestas a esta pregunta es la existente entre los que piensan que el nivel actual de ingresos públicos sobre PIB es suficiente para atender las necesidades de la sociedad española y aquellos que consideran que el peso del gasto público ha de incrementarse significativamente para asegurar la suficiencia y la calidad de los servicios y prestaciones públicas. Tras repasar la historia reciente de las cuentas públicas españolas, en el presente trabajo se propone una estrategia para asegurar la solvencia de nuestras finanzas públicas que se sitúa en una posición intermedia entre los extremos descritos anteriormente e incorpora un tercer margen de actuación que, a nuestro entender, resulta crucial. En un contexto de crecientes necesidades de gasto, ligadas en buena parte al envejecimiento de la población, la eliminación del déficit seguramente requerirá tanto un esfuerzo continuado de contención y racionalización del gasto, para el que ciertamente hay margen, como un incremento de la recaudación tributaria que debería ser lo menos distorsionador posible. Pero las actuaciones sobre ambas partidas del presupuesto pueden verse complementadas por el uso de un instrumento adicional: unas reformas estructurales que sirvan para aumentar de forma significativa y sostenida el nivel de ocupación y la tasa de crecimiento de nuestra economía, mitigando así el desagradable *trade-off* que existe entre presión fiscal, por un lado, y protección social y calidad de los servicios públicos, por el otro.

Palabras clave: política fiscal, gasto público, España, austeridad.

JEL: E62

*: Este trabajo es una versión actualizada y algo más reducida de otro artículo del mismo título publicado en *Revista de Economía ICE*, nº 883, 2015. Agradecemos la financiación del Ministerio de Economía y Competitividad a través de los proyectos ECO2014-59196-P y ECO2014-53150-R..

1: Universidad de Valencia.

2: FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC).

3: BBVA Research y Universidad de Valencia.

1. Introducción

¿Qué política fiscal debería adoptar España durante los próximos años, ahora que finalmente parece que lo peor de la crisis ha pasado? Aunque existe una gran diversidad de pareceres sobre el tema, la mayor parte de la opinión cualificada acepta de entrada una restricción importante: hemos de continuar reduciendo el déficit público hasta acercarnos lo antes posible al equilibrio presupuestario, no sólo porque así lo exigen la normativa europea y nuestra propia constitución, sino porque, además, el elevado *stock* de deuda pública que hemos acumulado deja muy poco espacio para la financiación con recurso a los mercados. De hecho, reducir sensiblemente ese *stock*, para volver a tener un cierto colchón de capacidad de endeudamiento, sería una precaución elemental de cara a futuras recesiones, que pueden tardar más o menos en llegar pero que lo harán sin duda.

Incluso en el marco de este consenso básico, existe aún espacio para estrategias muy diversas, tanto en lo que se refiere a la velocidad a la que debe alcanzarse la situación de equilibrio presupuestario como al tamaño deseable del sector público y a su estructura de ingresos y gastos. Quizás la principal línea de división en este momento es la existente entre los que piensan que el nivel actual de ingresos públicos sobre PIB (en torno al 38 por ciento) es suficiente, al menos en condiciones de normalidad cíclica, para atender las necesidades de gasto público de la sociedad española y aquellos que consideran que el peso del gasto público ha de incrementarse significativamente para asegurar la suficiencia y la calidad de los servicios y prestaciones públicas. A riesgo de simplificar hasta la caricatura, podríamos denominar *defensores de los recortes* a los integrantes del primer grupo y *defensores del aumento del gasto* a los del segundo. Los defensores de los recortes serían partidarios de continuar apostando decididamente por la reducción o al menos por la contención del gasto y, en la medida en que la mejora de la situación cíclica lo permita, verían con buenos ojos las reducciones de impuestos. Los defensores del gasto, por su parte, serían firmes partidarios de incrementar la recaudación tributaria para ayudar a financiar incrementos de gasto superiores a los que podría permitir la recuperación por sí sola. Entre estas dos posiciones, existen otras intermedias que admiten numerosos matices a la hora de abordar una cuestión tan compleja como es ésta.

Para tomar una posición informada en este debate es necesario examinar la historia reciente de las cuentas públicas españolas y a eso dedicaremos la sección 2 del presente trabajo. Los defensores más extremos del aumento del gasto suelen basar su caso en el argumento de que los recortes a los que ha obligado la crisis se han traducido en el práctico desmantelamiento del Estado del bienestar, hasta el punto de que resulta imprescindible un rápido incremento del gasto para recuperar unos niveles mínimos de calidad en los servicios fundamentales que se han perdido durante los últimos años. Como veremos, los datos no son consistentes con esta tesis. Pero, y esta es una de las conclusiones centrales de este trabajo, eso no quiere decir que el volumen actual de ingresos sea suficiente para cubrir todas nuestras necesidades de gasto público, como argumentan quienes defienden la conveniencia de ir aprovechando el

crecimiento para aliviar rápidamente la carga impositiva. Esto es especialmente cierto a medio y largo plazo, a causa del intenso proceso de envejecimiento al que nos enfrentamos.

Algunos cálculos sencillos, articulados en torno al posible realismo del Plan de Estabilidad aprobado en 2015, nos llevan en la sección 3 a proponer una estrategia para asegurar la solvencia de las finanzas públicas, que se sitúa en una posición intermedia entre los extremos descritos anteriormente e incorpora un tercer margen de actuación que, a nuestro entender, resulta crucial. En un contexto de crecientes necesidades de gasto, ligadas en buena parte al envejecimiento de la población, la eliminación del déficit seguramente requerirá tanto un esfuerzo continuado de contención y racionalización del gasto para el que ciertamente hay margen, como un incremento de la recaudación tributaria que debería ser lo menos distorsionador posible. Pero las actuaciones sobre ambas partidas del presupuesto pueden verse complementadas por el uso de un instrumento adicional cuyo impacto potencial tratamos de cuantificar de forma aproximada más adelante: las reformas estructurales. Este tercer factor es tan importante, al menos, como cualquiera de los dos anteriores. Si unas reformas bien diseñadas sirven para aumentar de forma significativa y sostenida el nivel de ocupación y la tasa de crecimiento de nuestra economía, podremos contar con mayores recursos públicos sin necesidad de elevar la presión fiscal, suavizando así el desagradable *trade-off* que se plantea entre presión fiscal, por un lado, y protección social y calidad de los servicios públicos, por el otro.

Finalmente, la sección 4 cierra el trabajo con un resumen de nuestras principales conclusiones.

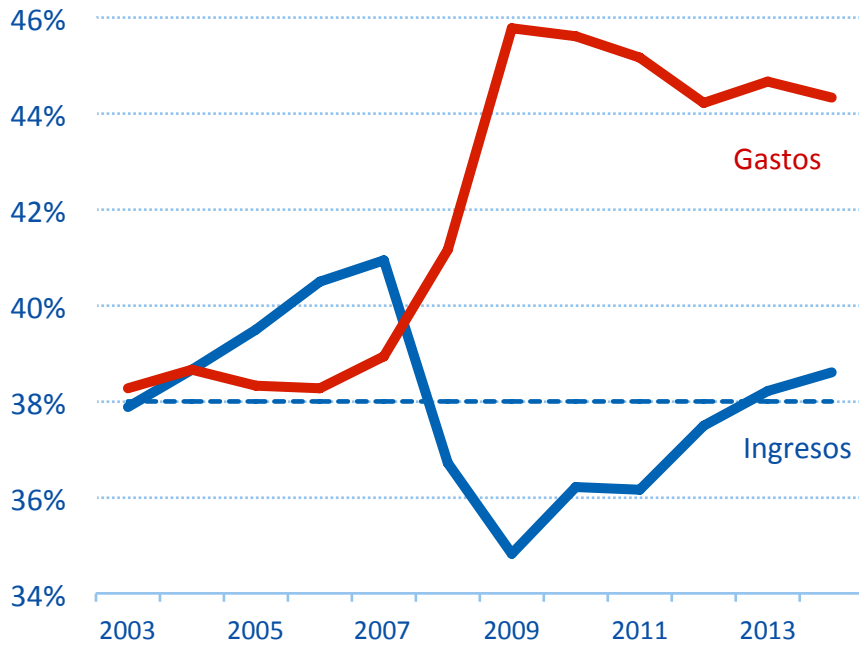
2. Mirando hacia atrás: ¿hemos tocado hueso?

En esta sección se analiza la evolución de las finanzas de las Administraciones Públicas (AA.PP.) españolas durante la última década utilizando datos de Contabilidad Nacional elaborados por la IGAE (2015a y b). El Gráfico 1 muestra la senda de los ingresos y gastos no financieros del conjunto de las AA.PP. desde 2003, así como su saldo presupuestario durante el mismo período, con todas las variables expresadas como porcentajes del PIB. El análisis toma como punto de partida el ejercicio 2003 porque éste nos ofrece una referencia natural por tratarse en algún sentido del último año de un cierto equilibrio macroeconómico y presupuestario, antes del punto álgido del *boom* inmobiliario y del inicio de la crisis actual. También utilizaremos en ocasiones como referencia el año 2007, ejercicio que marca el final del periodo de expansión.

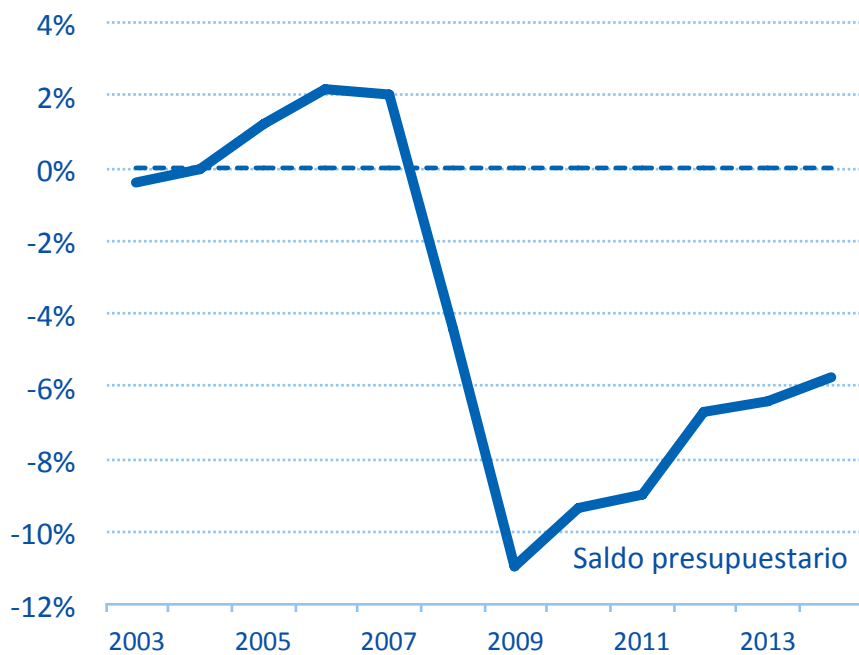
**Cuadro 1: Gastos e ingresos no financieros del conjunto de las AAPP
variación en puntos de PIB por subperíodos**

	2003 a 07	2007 a 09	2009 a 14	2003 a 14
<i>ingresos</i>	+3,02	-6,11	+3,77	+0,68
<i>gastos</i>	+0,65	+6,85	-1,41	+6,08
<i>saldo presupuestario</i>	+2,37	-12,96	+5,18	-5,41

Gráfico 1: Ingresos, gastos y saldo presupuestario no financiero como % del PIB conjunto de las AA.PP., excluyendo las ayudas al sector financiero



Saldo presupuestario



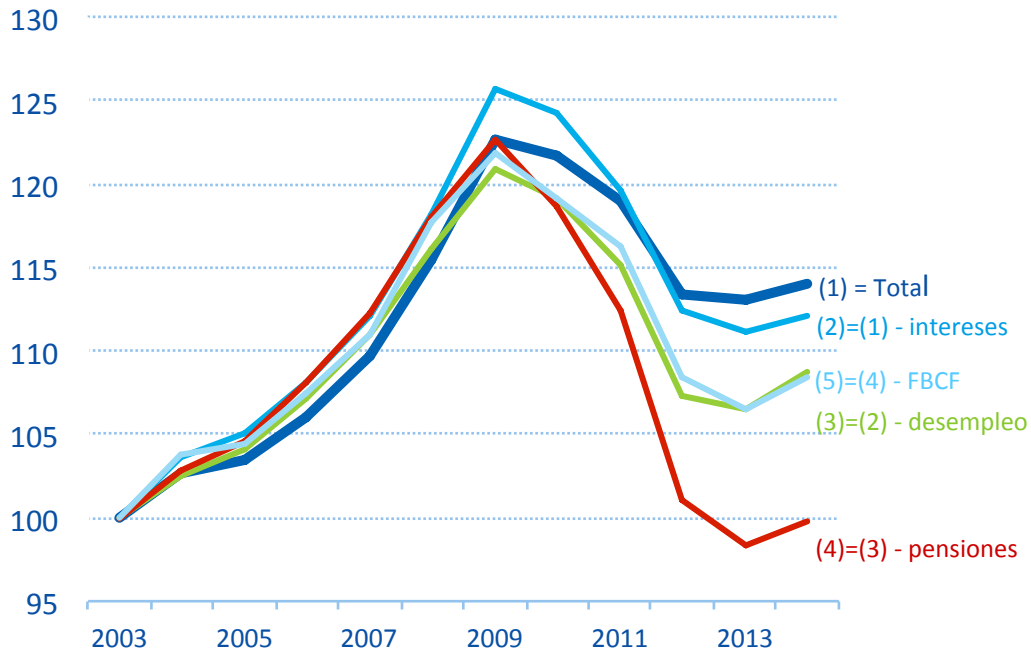
- *Nota:* Del gasto público se excluyen, por su carácter atípico y no recurrente, las ayudas al sector financiero desembolsadas entre 2010 y 2014. Este gasto se concentra en 2011-13, con importes de 5.137, 39.068 y 4.897 millones de euros respectivamente.

- *Fuente:* Elaboración propia a partir de datos de la IGAE (2016a) y del INE (2016).

En el Gráfico 1 se aprecia un patrón de comportamiento con tres fases bien diferenciadas que se resumen en el Cuadro 1. Entre 2003 y 2007 el gasto público español se mantuvo aproximadamente constante entre el 38 y el 39 por ciento del PIB mientras que los ingresos aumentaron en tres puntos del PIB, en buena medida, aunque no exclusivamente, como consecuencia del *boom* de la vivienda. Esta situación se tradujo en una apreciable mejora del saldo presupuestario público, que llegó a alcanzar superávits de algo más de dos puntos del PIB en 2006 y 2007. Entre 2007 y 2009 los gastos se dispararon en casi siete puntos mientras los ingresos disminuyeron en seis puntos, generando un dramático aumento del déficit público, que alcanzó en 2009 los 11 puntos del PIB. Finalmente, a partir de 2009 los ingresos comenzaron a recuperarse, gracias en buena medida a varias subidas de tipos, a la vez que el ratio de gasto sobre PIB se iba reduciendo, lo que se tradujo en una mejora gradual del saldo presupuestario. Al final del período, los ingresos se sitúan ligeramente por encima de su nivel de 2003, mientras que el gasto se mantiene seis puntos por encima de esta referencia (e incluso cinco puntos por encima de su nivel en 2007) y aparece como el responsable exclusivo del aumento del déficit registrado durante el conjunto del período que estamos analizando.

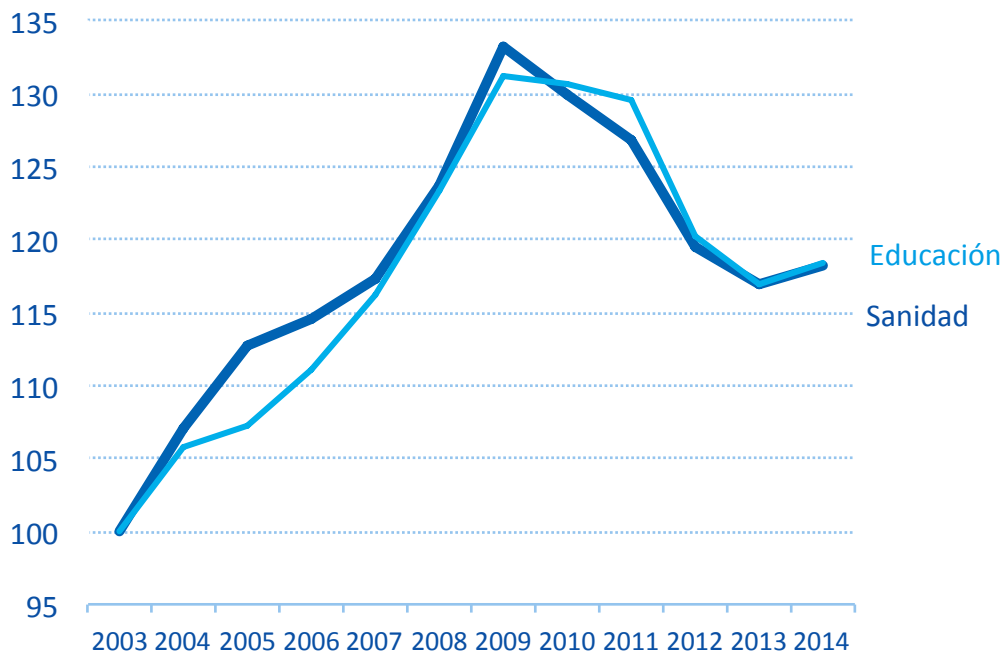
El análisis del gasto público como proporción del PIB muestra el esfuerzo fiscal de la economía en su conjunto pero puede resultar poco informativo sobre la financiación de los servicios públicos ya que la caída del PIB que ha tenido lugar durante la crisis (un 7,5 por ciento en términos reales entre 2008 y 2014) tiende a aumentar el ratio de gasto. Por ello, en los Gráficos 2a y 2b mostramos la evolución de diversas partidas de gasto, medido en términos per cápita y a precios constantes de 2010 utilizando el deflactor del PIB. El análisis de estos nuevos ratios no cambia cualitativamente los resultados anteriores y permite obtener conclusiones más claras sobre la evolución de la financiación de los servicios públicos esenciales con relación al número de usuarios de los mismos. Si consideramos el gasto total del conjunto de las Administraciones Públicas en el Gráfico 2a, el gasto real por habitante se ha reducido en casi nueve puntos entre 2009 y 2014. Esta reducción, sin embargo, llega después de un incremento acumulado de 23 puntos entre 2003 y 2009, con lo que sigue habiendo un incremento neto de unos 14 puntos entre 2003 y 2014, o una ganancia de más de un punto anual en el gasto real por habitante durante el conjunto del período que estamos analizando. De nuevo, el gasto total e incluso el gasto neto de intereses por habitante se sitúan en la actualidad al menos en los mismos niveles que en 2007. Los datos, por tanto, no respaldan la percepción de quienes consideran que desde 2009 se ha producido un enorme recorte del gasto que está comprometiendo gravemente los servicios públicos esenciales, al menos si suponemos que estos funcionaban razonablemente bien antes de la crisis. Una medida del enorme esfuerzo realizado para mantener los servicios esenciales del Estado del bienestar a los niveles de antes de la crisis la proporciona el dato de que entre 2007 y 2014 la renta per cápita disminuyó un 8,8%.

**Gráfico 2a: Gasto por habitante a precios constantes, 2003 = 100
conjunto de las AAPP, excluyendo las ayudas al sector financiero**



- Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la IGAE (2016a) y del INE (2016).

**Gráfico 2b: Gasto corriente por usuario en sanidad y educación del
conjunto de las AAPP a precios constantes, 2003 = 100**



- Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la IGAE (2016b) y del INE (2016).

**Cuadro 2: Gasto por habitante a precios constantes
conjunto de las AAPP, excluyendo las ayudas al sector financiero
variaciones en puntos porcentuales por subperíodos**

	2003 a 07	2007 a 09	2009 a 14	2003 a 14
<i>gasto total</i>	+9,7	+13,0	-8,7	+14,1
- <i>intereses</i>	+12,1	+13,7	-13,6	+12,1
- <i>desempleo</i>	+11,1	+9,8	-12,2	+8,7
- <i>pensiones</i>	+12,3	+10,4	-22,9	-0,2
- <i>FBCF</i>	+11,0	+10,9	-13,4	+8,5

Un análisis más desagregado corrobora esta conclusión. El gasto total, incluso medido por habitante, puede proporcionar una idea un tanto engañosa de la capacidad de prestación de servicios de nuestras administraciones públicas porque incluye partidas que han crecido por motivos variados sin que eso redunde necesariamente en mejores servicios o prestaciones para el grueso de la población. Para corregir este efecto composición, en el Gráfico 2a y el Cuadro 2 se van sustrayendo sucesivamente del gasto total por habitante, medido a precios constantes, los intereses, el gasto en desempleo y pensiones y la inversión (formación bruta de capital fijo o FBCF). Dado su reducido peso, la eliminación de los intereses tiene un efecto pequeño sobre el indicador de gasto. La combinación del gasto en desempleo y pensiones, sin embargo, sí tiene un efecto apreciable. Tras eliminar estas dos partidas además de los intereses, el gasto real por habitante destinado al resto de servicios y prestaciones ha caído casi 23 puntos entre 2009 y 2014, deshaciendo así todo el incremento observado durante los años anteriores a la crisis y situándose aproximadamente en el nivel de partida observado en 2003.

Detrás de la evolución del gasto total se aprecia, pues, una fuerte sustitución en favor del gasto en pensiones y desempleo, transferencias que tienen una incidencia directa sobre el bienestar de grupos importantes de ciudadanos, pero en detrimento de otros tipos de gasto social y productivo, que se situarían en su conjunto en niveles similares a los de 2003. Por otra parte, ha de tenerse en cuenta que, incluso en estas partidas, la caída del gasto corriente ha sido muy inferior a la del gasto total pues la inversión pública ha experimentado recortes muy sustanciales durante la crisis. Es cierto que si esta política se mantuviera durante mucho tiempo, terminaría teniendo efectos muy negativos sobre la calidad de los servicios y el crecimiento de la economía, pero por el momento seguramente ha sido una forma razonable de minimizar los efectos adversos de la crisis sobre los ciudadanos, priorizando el gasto social sobre el productivo. Por ello, la última fila del Cuadro 2, o la línea azul del Gráfico 2a, de las que se excluye la inversión, son seguramente las que nos ofrecen una imagen más realista de cómo han evolucionado los niveles de prestación de los servicios generales, excluyendo a las prestaciones por desempleo y pensiones. En términos de este agregado de gasto, la caída de unos 13 puntos de PIB desde su máximo en 2009 (cuando a los años de bonanza económica siguió un fuerte incremento del gasto como parte de una política fiscal contracíclica al inicio de la crisis) no debe esconder una ganancia de 8,5 puntos sobre el conjunto del período analizado (desde 2003). Esta

ganancia, aunque sin duda modesta en comparación con la que tuvo lugar durante los años del *boom*, no apunta en absoluto a un brutal deterioro en la calidad de unos servicios fundamentales de los que nadie se quejaba demasiado hace diez años. De hecho, el nivel de gasto observado en 2014 es prácticamente el mismo que el existente en 2006, poco antes de que comenzase la crisis económica.

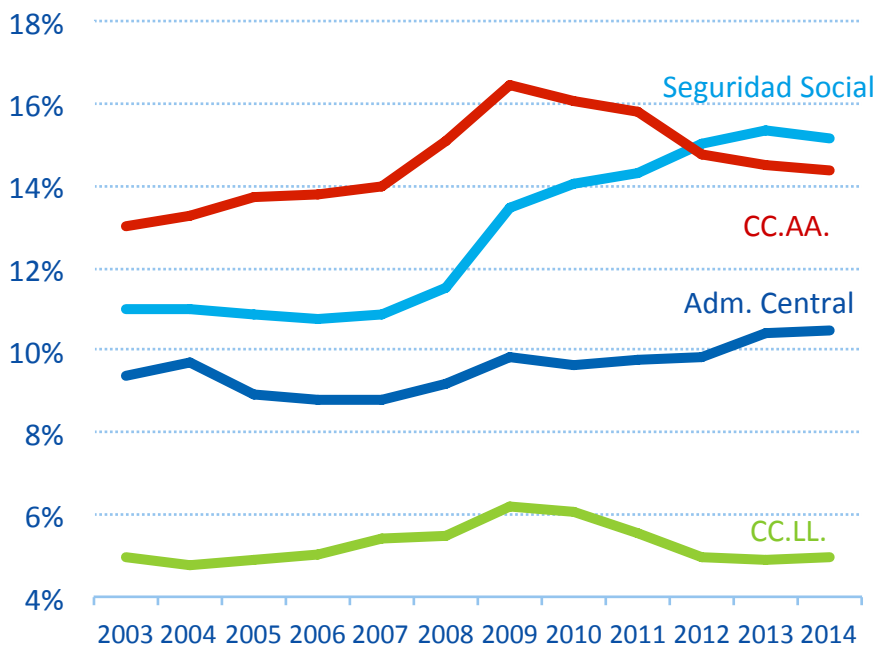
En el mismo sentido, en el Gráfico 2b se muestra la evolución del gasto corriente por usuario a precios constantes en dos partidas fundamentales por su incidencia sobre el bienestar presente y futuro de los ciudadanos: sanidad y educación. El gasto corriente real dividido por el número de usuarios, medido este último por el número de habitantes en el caso de la sanidad y por la población en edad escolar en sentido amplio (de 6 a 24 años de edad) en el de la educación, muestra un patrón que ya resulta familiar: fuertes ganancias hasta 2009 seguidas de un recorte en los últimos años de la muestra que nos deja en niveles similares a los existentes al comienzo de la crisis, con ganancias aún muy respetables durante el conjunto del período analizado.

El Gráfico 3 y el Cuadro 3 resumen la evolución del gasto desagregado de acuerdo con el nivel de la administración que lo ejecuta, excluyendo de esta partida las transferencias a otras administraciones. Llama la atención el fuerte incremento del gasto de la Seguridad Social, que adelanta en 2012 a las comunidades autónomas y pasa a ser la administración con un mayor peso en el gasto público. Por otra parte, resulta sorprendente que el gasto de las Administraciones Territoriales (autonómicas y locales) presente un patrón más cíclico que el de la Administración Central, a pesar de que ésta última es la responsable de la gestión de las prestaciones por desempleo, que en principio son el componente del gasto más sensible al ciclo. Es interesante observar que el aumento en el gasto de la Administración Central entre 2003 y 2014 (1,09 puntos de PIB), es mucho menor que la suma de los incrementos de su gasto en intereses (1,05 puntos de PIB) y desempleo (1,33 puntos), lo que implica que ha habido ahorros netos en otras partidas.

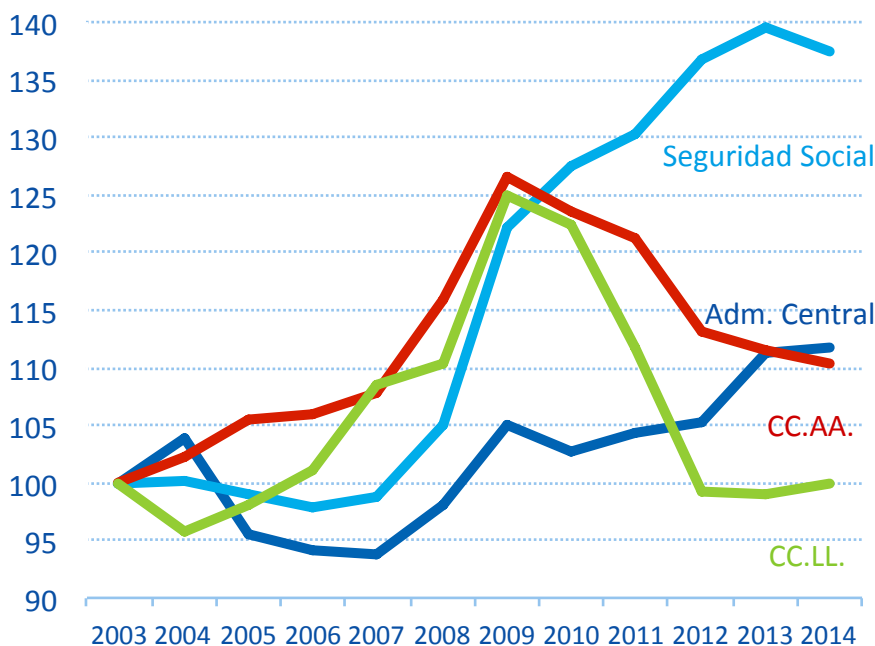
Cuadro 3: Gasto no financiero neto de ayudas al sector financiero y de transferencias a otras AA.PP. Variación en puntos de PIB por subperíodos y administraciones

	2003 a 07	2007 a 09	2009 a 14	2003 a 14
<i>Adm. Central</i>	-0,58	+1,05	+0,62	+1,09%
<i>Seg. Social</i>	-0,14	+2,58	+1,68	+4,12%
<i>CCAA</i>	+1,00	+2,45	-2,10	+1,35%
<i>CCLL</i>	+0,43	+0,82	-1,25	-0,01%
<i>total</i>	+0,70%	+6,91%	-1,05	+6,56%

**Gráfico 3: Gasto no financiero neto de ayudas al sector financiero y de transferencias a otras AAPP
a. en % del PIB**



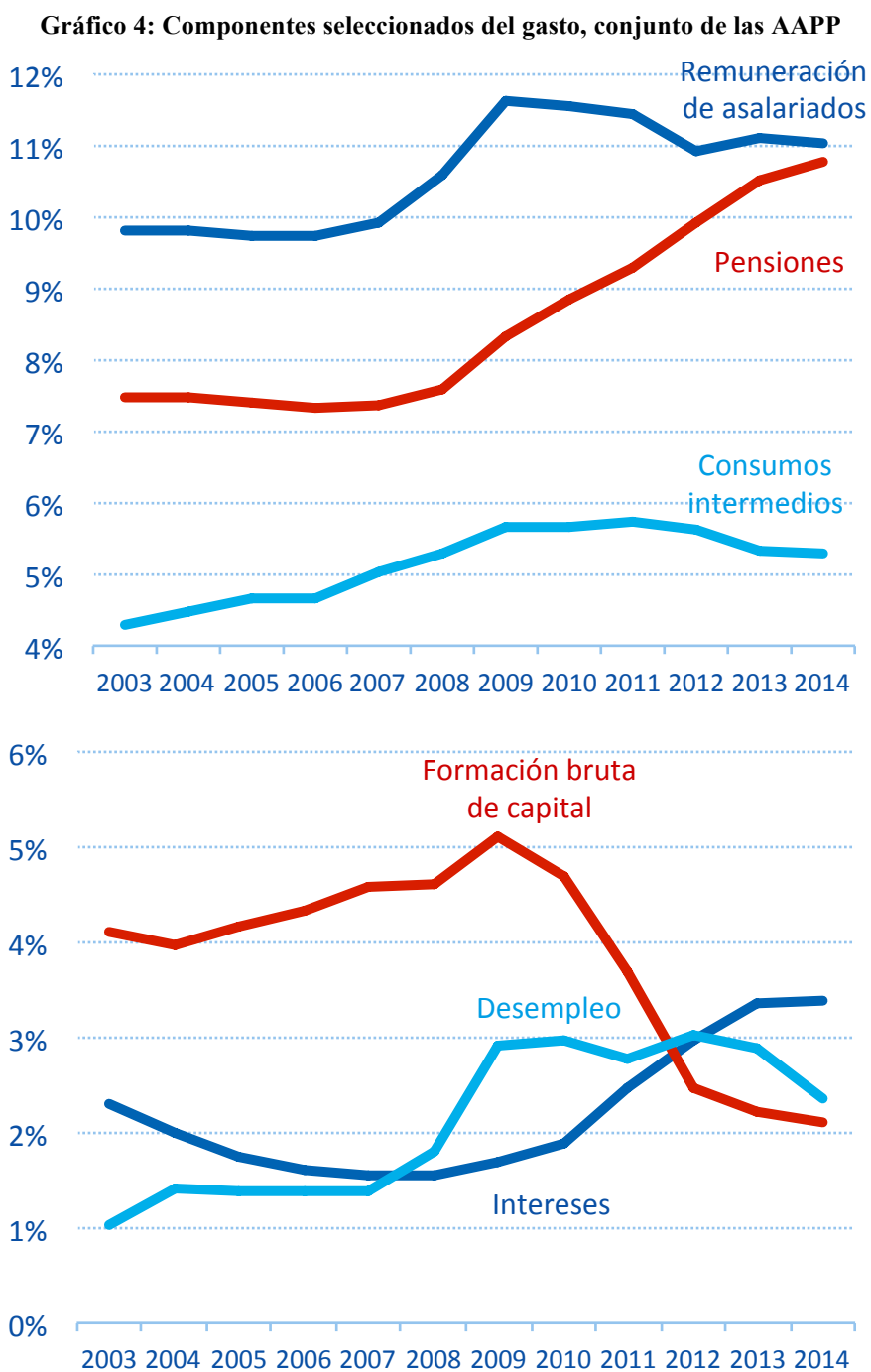
b. índices con 2003 = 100



- Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la IGAE (2016a) y del INE (2016).

El desglose por partidas de gasto también resulta muy informativo. Como se aprecia en el Gráfico 4 y el Cuadro 4, la partida que más ha crecido durante el conjunto del período de interés ha sido, con diferencia, la destinada al pago de las pensiones contributivas de la Seguridad Social, que ha aumentado su peso en el PIB en más de 3 puntos entre 2003 y 2014. El

gasto en personal, la compra de bienes y servicios, el pago de intereses y las prestaciones por desempleo también han contribuido, en torno a un punto de PIB cada una, al incremento del gasto, mientras que la caída de la inversión ha restado dos puntos de PIB a este indicador.



- Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la IGAE (2016a) y del INE (2016).

**Cuadro 4: Componentes seleccionados del gasto, conjunto de las AAPP
variación en puntos de PIB por subperíodos**

	2003 a 07	2007 a 09	2009 a 14	2003 a 14
remuneración asalariados	+0,14	+1,70	-0,60	+1,23
consumos intermedios	+0,74	+0,64	-0,38	+1,00
intereses	-0,74	+0,14	+1,69	+1,09
formación bruta de capital	+0,46	+0,53	-3,01	-2,01
pensiones Seguridad Social	-0,10	+0,95	+2,44	+3,29
desempleo	+0,36	+1,51	-0,54	+1,33
Transf. sociales en especie	+0,09	+0,53	-0,24	+0,38
<i>total gasto AAPP</i>	+0,65	+6,85	-1,41	+6,08

- Nota: la última fila no es la suma de las precedentes sino el gasto total de las AAPP.

3. Mirando hacia delante: ¿es realista el Plan de Estabilidad de 2015?

La reciente actualización del Plan de Estabilidad (Reino de España, 2015, pp. 32 y siguientes) esboza una estrategia fiscal consistente en mantener constante el nivel actual de ingresos públicos medidos como fracción del PIB (en torno al 38%) a la vez que se reduce gradualmente el ratio de gasto sobre PIB hasta prácticamente alcanzar el equilibrio presupuestario en 2018, año en el que se prevé un déficit público del 0,3% del PIB. De hecho, el Gobierno confía en aumentar ligeramente el ratio de ingresos sobre PIB a pesar de la reforma a la baja de la imposición directa gracias al rápido crecimiento esperado de las bases tributarias durante una recuperación en la que se prevén tasas de crecimiento del PIB real en torno al 3%.

En el Cuadro 5 se intenta calibrar el realismo de esta estrategia sin entrar a discutir por el momento si el objetivo del 38 por ciento del PIB como tamaño del sector público es o no deseable a medio plazo. En la columna [1] se ofrece una primera aproximación a las implicaciones fiscales de una “normalización” de la situación cíclica de la economía española y/o de la corrección de los incrementos atípicos de ciertas partidas de gasto que se han producido durante años recientes. En particular, en esta columna se mide la variación en puntos del PIB que sería necesaria para volver desde la situación observada en 2014 al nivel de gasto sobre PIB registrado en 2003. Para intentar determinar hasta qué punto las reducciones de gasto que implican estos ajustes podrían ser alcanzables en el plazo previsto, las dos columnas siguientes ofrecen algunas referencias de interés, mientras que en la columna [4] se revisa, en caso necesario, el objetivo preliminar de variación del gasto.

En la columna [2] se muestra la tasa de crecimiento anual de cada partida de gasto que habría que mantener entre 2014 y 2018 para llegar en ese último año al ratio deseado de gasto sobre PIB dado en la columna [1] bajo las previsiones macroeconómicas del Plan de Estabilidad (tal como se recogen en el Cuadro 6). En la columna [3] se muestra el promedio de las tasas de crecimiento anual observadas para cada partida entre 2009 y 2014. Así por ejemplo, para reducir en 1,23 puntos el peso del gasto público en salarios sobre el PIB (desde el 11,04% observado en 2014 hasta el 9,81% de 2003) entre 2014 y 2018, esta partida de gasto podría crecer hasta un 1%

anual en términos nominales (columna [2]), frente a un crecimiento medio del 4,05% del PIB. Esta tasa de crecimiento parece factible, dado que entre 2009 y 2014 se consiguió reducir el gasto por este concepto a un ritmo del 1,77% anual (columna [3]). En consecuencia, en la columna [4] del Cuadro 5 se repite sin más el valor correspondiente de la columna [1].

Cuadro 5: Perspectivas para la reducción del gasto entre 2014 y 2018

	[1] Variación necesaria para volver de 2014 a 2003, en puntos de PIB	[2] tasa de crecimiento anual necesaria para alcanzar objetivo en 2018	[3] tasa de crecimiento anual observada en 2009-14	[4] Variación alcanzable en puntos de PIB
<i>prestaciones por desempleo</i>	-1,33	-16,75%	-4,86%	-0,85
<i>remuneración de asalariados</i>	-1,23	1,01%	-1,77%	-1,23
<i>consumos intermedios</i>	-1,00	-1,26%	-2,10%	-1,00
<i>transferencias sociales en especie</i>	-0,38	0,22%	-2,41%	-0,38
<i>Pensiones</i>	-3,29	-5,13%	4,41%	-0,43
<i>formación bruta de capital fijo</i>	2,01	20,75%	-18,48%	2,01
<i>Intereses</i>	-1,09	-5,74%	13,08%	-1,09
<i>Total</i>	-6,30			-2,97

Cuadro 6: Previsiones macroeconómicas del Plan de Estabilidad 2014-18

	2014	2015	2016	2017	2018
<i>PIB real, tasa de crecimiento</i>		2,90%	2,90%	3,00%	3,00%
<i>PIB nominal, tasa de crecimiento</i>		3,60%	3,80%	4,20%	4,60%
<i>ocupados, tasa de crecimiento</i>		3,10%	3,00%	2,90%	2,90%
<i>tasa de paro</i>	24,40%	22,10%	19,80%	17,70%	15,60%
<i>deuda pública/PIB</i>	97,7%	98,9%	98,5%	96,5%	93,2%

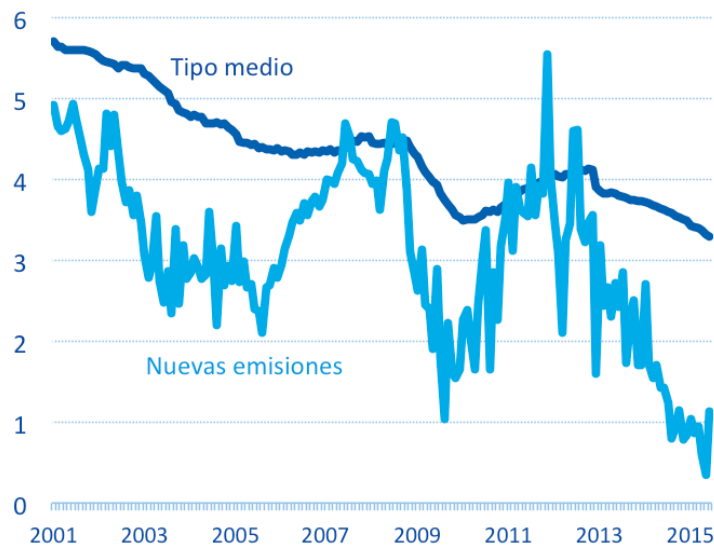
- Fuente: Reino de España (2015), pp. 17 a 19 y 64.

Algo parecido sucede con los otros componentes del consumo público, los consumos intermedios y las transferencias sociales en especie. Volver a los ratios de gasto sobre PIB de 2003 en un plazo de 4 o 5 años parece un objetivo bastante factible en ambos casos por cuanto en uno de ellos bastaría con un ritmo de reducción del gasto muy inferior al observado entre 2009 y 2014, mientras que en el otro habría incluso margen para un ligero incremento del gasto nominal.

Las cosas no están tan claras a priori en lo que respecta al gasto en intereses y a las prestaciones por desempleo. Si se cumplen los objetivos de déficit y se consigue estabilizar el ratio de deuda sobre PIB, el tipo medio de interés de la deuda pública podría reducirse significativamente durante los próximos años, tal como sugiere el Gráfico 5, donde se observa que los tipos de las nuevas emisiones llevan varios años claramente por debajo del tipo medio del *stock* de deuda

estatal existente. En un entorno de bajos tipos de interés como el previsto hasta inicios de 2017 (aunque nada asegura que no pueda truncarse antes si las primas de riesgo aumentan de forma sostenida), la reducción deseada del gasto en intereses que se recoge en la primera columna del Cuadro 5 podría ser factible, por lo que el dato correspondiente se traslada sin cambios a la columna [4]. En cualquier caso, hay que ser conscientes de que, tarde o temprano, los tipos de interés tenderán a aumentar a medida que el BCE vaya normalizando su política y retire los estímulos monetarios existentes.

Gráfico 5: Tipo de interés anual de la deuda del estado (en porcentaje)



- Fuente: Tesoro Público (2015).

En cuanto a la evolución del gasto en desempleo, el período 2009-2014 no es una buena referencia porque el empleo no comienza a recuperarse hasta 2014. Si sigue haciéndolo durante los próximos años con la intensidad prevista en el Plan de Estabilidad (PdE), la tasa de desempleo se reduciría en un 36% entre 2014 y 2018. Si suponemos que el gasto en prestaciones se reduce en la misma proporción, tendríamos un ahorro de 0,85 puntos del PIB, medio punto menos de lo indicado en la columna [1], que es la cifra que se recoge en la columna [4].

La partida más problemática de las incluidas en el Cuadro 5 es, con diferencia, la que recoge el gasto en pensiones. Para reducir en 3,3 puntos su peso en el PIB de aquí a 2018, volviendo así al nivel observado en 2003, necesitaríamos reducir a un ritmo del 5,1% anual una partida de gasto que ha crecido un 4,4% anual entre 2009 y 2014. Este objetivo parece, por tanto, difícil de alcanzar, dadas nuestras perspectivas demográficas y la tendencia natural al crecimiento del gasto que se deriva del hecho de que las pensiones iniciales de los nuevos pensionistas son generalmente más elevadas que las de aquellos que abandonan el sistema por fallecimiento. De hecho, el mismo Plan de Estabilidad (p. 49) prevé un crecimiento medio anual del 3 por ciento para el gasto en pensiones, lo que es consistente con los datos de crecimiento observado o presupuestado de esta variable en años recientes que se ofrecen en MEySS (2014, p. 217). En estos datos ya se ha aplicado en 2014 y 2015 el tope del 0,25% al índice de actualización de las

pensiones introducido en la última reforma del sistema público de pensiones para situaciones como la actual, en la que existe un desequilibrio entre los ingresos y los gastos del sistema.

En este caso, por tanto, la caída esperable en el ratio gasto/PIB que aparece en la cuarta columna del Cuadro 5 es mucho menor que la que se recoge en la primera columna. Para aproximarla, hemos supuesto que el gasto en pensiones crece a un ritmo anual del 3% entre 2014 y 2018. Dividendo el resultado por el PIB previsto en ese último año de acuerdo con el Plan de Estabilidad, se obtiene un ratio de gasto en pensiones sobre PIB del 10,35%, o 0,43 puntos de PIB por debajo del valor correspondiente a 2014. Por lo tanto, esta reducción de 0,43 puntos porcentuales del PIB es la que se considera factible y la que se recoge en la columna [4] del Cuadro 5. Así pues, a pesar de las recientes reformas, la fuerte presión al alza del gasto en pensiones limita de forma muy considerable el margen existente a corto plazo para la reducción del peso del gasto público en el PIB durante los próximos años. Este resultado pone de manifiesto la necesidad de mantener una estricta vigilancia sobre la salud financiera del sistema de pensiones con el fin de acelerar, si fuera necesario, el ritmo de implementación de las reformas en marcha, o de tomar otras medidas que puedan ser necesarias para asegurar la sostenibilidad del sistema.

Con la corrección a la baja de la posible reducción del peso en el PIB del gasto en pensiones, el margen existente para la reducción “natural” del gasto público se reduce aproximadamente a la mitad, desde 6,3 a 3 puntos de PIB, lo que todavía nos dejaría con un déficit público de 2,7 puntos del PIB.

Gráfico 6: Compraventas de vivienda libre como % del PIB



- Fuente: Ministerio de Fomento, Valor de las transacciones inmobiliarias de vivienda libre
<http://www.fomento.es/BE2/?nivel=2&orden=34000000>

Por otra parte, hay algunas partidas de ingreso donde la “normalización” cíclica debería traducirse en ganancias apreciables de recaudación sin necesidad de cambios normativos. La

más importante es el Impuesto de Sociedades, cuya recaudación está a día de hoy en torno a un punto de PIB por debajo de su valor de 2003. Lo mismo sucede con los ingresos tributarios derivados de la compraventa de vivienda. El volumen de transacciones inmobiliarias ha caído espectacularmente desde su pico del 16% del PIB en 2006 hasta el 4% en 2013 (véase el Gráfico 6). Si suponemos que se recupera la mitad de esta pérdida máxima, volviendo al 8% del PIB, tendríamos una ganancia de 3,5 puntos desde la situación actual. Aplicando a esta magnitud un tipo medio del 10% por el IVA o el Impuesto de Transmisiones Patrimoniales más Actos Jurídicos Documentados, obtenemos otros 0,35 puntos de PIB de ingresos adicionales.

El Cuadro 7 resume la discusión precedente. Nuestros cálculos sugieren que existe un margen de unos 3 puntos para la reducción del gasto, a lo que habría que añadir casi un punto adicional de ingresos por el Impuesto de Sociedades y entre tres y cuatro décimas por la tributación de la vivienda, hasta llegar a una reducción “natural” del déficit de 4,2 puntos del PIB. Puesto que el déficit público está actualmente en el 5,7% del PIB, nos faltaría en torno a un punto y medio adicional de PIB para llegar al equilibrio presupuestario una vez se normalice la situación.

**Cuadro 7: Margen disponible para la mejora del déficit
Ahorros de gasto e incrementos de ingresos esperables con la vuelta a la normalidad cíclica**

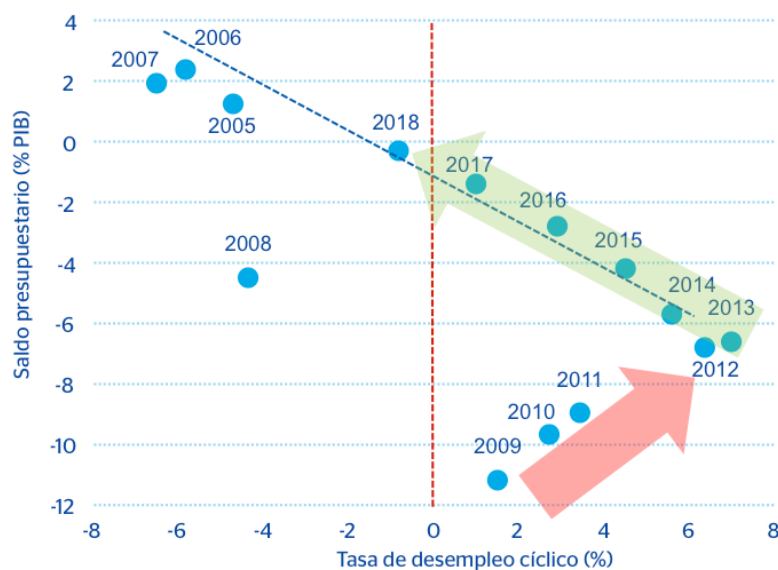
<i>Reducción alcanzable del gasto</i>	2,97%
Impuesto de Sociedades, mejora de la recaudación	0,93%
Impuestos ligados a la vivienda, mejora rec.	0,35%
<i>Total: margen de mejora del déficit</i>	4,24%

Este déficit de 1,5 puntos porcentuales del PIB en 2018 coincide aproximadamente con el que estimamos por un procedimiento diferente para una situación cíclica neutral. Este segundo procedimiento de estimación se ilustra en el Gráfico 7. En el eje vertical de este gráfico se representa el saldo presupuestario del conjunto de las AA.PP. como porcentaje del PIB, mientras que eje horizontal mide el componente cíclico de la tasa de desempleo.¹ En una situación cíclica neutral, el desempleo cíclico es nulo y estaríamos sobre la línea roja vertical que se muestra en el gráfico. En las expansiones, cuando el desempleo cíclico es negativo, el saldo presupuestario tiende a mejorar como resultado del crecimiento de los ingresos públicos y la disminución de algunos gastos, como las prestaciones por desempleo. Por el contrario, en las recesiones ocurre lo contrario, de manera que el saldo presupuestario empeora. Esta sensibilidad del saldo presupuestario al desempleo cíclico aparece representada mediante la línea punteada azul con pendiente negativa, que nos indica que por cada punto de aumento del desempleo el saldo presupuestario tiende a empeorar en 0,75 puntos de PIB, aproximadamente.²

¹ El desempleo cíclico no es más que la diferencia entre la tasa de desempleo y su componente estructural de largo plazo, que se supone constante en el 18 por ciento en el horizonte de previsión a 2018 del Programa de Estabilidad. Para más detalles sobre esta descomposición véase Andrés y Doménech (2015).

² Esta sensibilidad del saldo presupuestario al desempleo puede cambiar en el tiempo, entre otras razones, por cambios en la estructura de los gastos e ingresos. Es por esta razón que la sensibilidad del saldo

Gráfico 7: Saldo presupuestario de las AA.PP. y desempleo cíclico, 2005-2018



- Fuente: Andrés y Doménech (2015) en base a INE, AMECO y Programa de Estabilidad 2015-18.

El superávit fiscal registrado en los años previos a la crisis fue el resultado de una intensa expansión cíclica. Pero en realidad, la política fiscal estaba siendo notablemente expansiva (procíclica) ya que el superávit del 2 por ciento que observamos en 2006-7 se habría convertido en un déficit superior al 2 por ciento del PIB en una situación cíclica neutral con la misma política. Con la crisis no solo se deterioró la posición cíclica. También se llevaron a cabo políticas discrecionales que aumentaron el gasto público per cápita, que se aceleró claramente en 2008 y 2009, tal y como se ve en el Gráfico 2. El resultado fue un déficit público insostenible (superior al 9 por ciento del PIB en términos estructurales en 2009), que exigió un duro ajuste fiscal entre 2009 y 2013 para devolvernos a una posición similar a la observada antes de la crisis en términos del saldo estructural o incluso algo mejor. En este contexto, la estrategia del Programa de Estabilidad consiste básicamente en un ajuste cíclico hasta un déficit estructural cercano al 1 por ciento, siguiendo la flecha verde del Gráfico 7 a lo largo de una senda de reducción del desempleo derivada simplemente de la recuperación económica.

Con estas previsiones, aún teniendo en cuenta que existe un margen apreciable para recortar ciertas partidas de gasto, hemos de reconocer que el nivel actual de ingresos tributarios será insuficiente para eliminar el déficit y satisfacer las necesidades actuales de gasto de la sociedad española, incluso tras añadirle las probables ganancias “naturales” que pueden esperarse en los

presupuestario al ciclo suele estimarse de manera detallada distinguiendo entre partidas de ingresos y gastos públicos, tal y como se describe en Mourre et al (2013). Aunque existe mucha incertidumbre respecto a la estimación del desempleo cíclico y a sus efectos sobre el saldo presupuestario (véase BCE, 2014), Corrales, Doménech y Varela (2002) muestran que la descomposición del saldo presupuestario en sus componentes cíclico y estructural mediante métodos que tienen en cuenta la estructura de ingresos y gastos proporciona resultados muy similares a los de estimaciones directas de la sensibilidad del saldo presupuestario a indicadores del ciclo económico.

próximos años. Esta conclusión se refuerza, además, cuando miramos hacia delante y tenemos en cuenta la considerable presión al alza sobre el gasto público en sanidad, dependencia y pensiones que cabe esperar durante las próximas décadas como resultado del rápido envejecimiento de nuestra población y del previsible aumento de la renta per cápita.³ La única buena noticia en este campo es que, tal como se ha visto en la sección anterior, no estamos en una situación de emergencia debido a un deterioro de los servicios públicos que exija un aumento urgente del gasto. Podemos, por tanto, permitirnos pensar con cierta calma qué es lo que necesitamos a medio y largo plazo y buscar sin prisas excesivas la forma más eficiente de cubrir esas necesidades. Para ello, lo mejor es trabajar simultáneamente en dos estrategias complementarias.

La primera y más prometedora de estas estrategias se centra en introducir reformas estructurales que reduzcan permanentemente nuestra tasa de desempleo. Tal y como se muestra en el Gráfico 7, teniendo en cuenta la sensibilidad del saldo presupuestario a la tasa de desempleo, bastaría con que el desempleo disminuyese permanentemente en 4 puntos porcentuales para que el saldo estructural mejorase en unos 3 puntos, dejándonos con un superávit estructural cercano a dos puntos. Aunque la estimación del desempleo estructural incorpora una elevada dosis de incertidumbre, podemos hacernos una idea aproximada de cuál puede ser su nivel y del enorme margen de mejora existente a partir de las tasas de desempleo estructural estimadas para España y para otras economías avanzadas. En el momento de máxima expansión, la tasa de desempleo española llegó a bajar hasta el 8 por ciento, mientras que en la crisis económica alcanzó un pico superior al 26 por ciento. La media de este mínimo y máximo es el 18 por ciento, una cifra muy similar a la estimada con procedimientos econométricos más precisos y sofisticados. Reducir permanentemente el desempleo estructural del 18 por ciento a niveles cercanos al 6 por ciento, como los observados en Alemania, Estados Unidos, Holanda, Reino Unido, Dinamarca o Suecia nos proporcionaría un margen de 9 puntos del PIB de mejora permanente del saldo presupuestario.

Obviamente una reducción permanente del desempleo de esta magnitud no se va a conseguir de un día para otro, sino lentamente y tras la adopción de muchas medidas complementarias en ámbitos tan distintos como los mercados de trabajo y de productos en cuya reforma resulta imprescindible seguir avanzando. También será necesario mejorar sustancialmente la eficiencia del sector público, los resultados del sistema educativo y de la formación profesional y continua y la calidad de las instituciones. Pero, más allá de ser un objetivo crucial para una sociedad que aspire a acabar con la lacra del desempleo, una reducción de este calibre de la tasa de desempleo estructural tendría unas enormes implicaciones presupuestarias. Bastaría con dedicar la mitad del margen fiscal conseguido por esta vía a alcanzar una situación de superávit estructural que permitiría ir reduciendo la deuda pública de forma paulatina pero

³ Analizando la evidencia para una muestra de 24 países de la OCDE desde 1960 hasta 2011 y teniendo en cuenta el efecto del envejecimiento de la población, Andrés y Doménech estiman que por cada punto porcentual de aumento de la renta por persona en edad de trabajar el gasto público en sanidad sobre el PIB crece en promedio 0,4 puntos porcentuales.

sostenida hasta situarla por debajo del 60 por ciento del PIB. La otra mitad de la ganancia podría dedicarse tanto a hacer frente al incremento del gasto público que requerirán las pensiones y la sanidad públicas, o a la mejora de otras políticas y prestaciones, así como a conseguir una estructura fiscal más eficiente por el lado de los ingresos, con la disminución de algunos tipos impositivos que en la actualidad son especialmente elevados en España.

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

4. Conclusiones

La historia reciente de las cuentas públicas españolas se parece muy poco a la que se suele contar. Si se abre el foco del análisis y se analiza la evolución del gasto público desde los primeros años del euro (desde 2003 en nuestro caso), en vez de tremendos recortes que llegaran ya al hueso del estado del bienestar, lo que vemos es más bien un extraordinario aumento de gasto hasta 2009 que sólo se ha revertido en parte desde entonces. Que tras estos años difíciles, en los que la renta per cápita ha caído un 8,8%, el gasto público per cápita sea similar en términos reales al que teníamos en 2007 significa que nuestros servicios públicos han contado con los medios para resistir la crisis mejor de lo que habitualmente se dice. Pero esto no nos

debe hacer olvidar los retos fiscales a los que hemos de hacer frente. Sigue habiendo margen para reducciones del gasto público sobre PIB, pero probablemente no el suficiente para eliminar por completo el déficit actual, objetivo irrenunciable para estabilizar nuestras finanzas públicas, y para hacer frente, con los actuales niveles de empleo y productividad, a las crecientes necesidades de gasto que se derivan del envejecimiento de la población. Por tanto, tenemos que abordar reformas estructurales que aporten recursos fiscales a través de un mayor empleo y un crecimiento más intenso de la economía, así como reformas fiscales lo menos distorsionantes posibles que permitan aumentar moderadamente la recaudación sin necesidad de elevar los tipos de gravamen, mediante la expansión de las bases tributarias.

Referencias

- Andrés, J, A. De la Fuente y R. Doménech (2015): "Notas para una política fiscal en la salida de la crisis." *Revista de Economía ICE*, nº 883. <http://goo.gl/cAZrSv>
- Andrés, J. y R. Doménech (2015). *En Busca de la Prosperidad*. Ediciones Deusto. <http://goo.gl/7z1I58>
- Banco Central Europeo (2014). "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position." *ECB Monthly Bulletin*, September, 85-88. <https://goo.gl/4rX3s8>
- Banco de España (BdE, 2015). Boletín Estadístico. Administraciones Públicas. Cuadro 11.5: Pasivos en circulación y deuda según el protocolo de déficit excesivo, porcentaje del PIB. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest11.html>
- Corrales, F., R. Doménech, y J. Varela (2002). "El Saldo Presupuestario Cíclico y Estructural de la Economía Española." *Hacienda Pública Española*, 1(3), 1-26. <http://goo.gl/a25X7m>
- Doménech, R. y J. Andrés (2013). "Budget balance, structural unemployment and fiscal adjustment." BBVA Research, Economic Watch. <https://goo.gl/qv0M9Q>
- Instituto Nacional de Estadística (INE, 2016). Contabilidad Nacional de España, base 2010. <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft35%2Fp008&file=inebase&L=0>
- Intervención General de la Administración del Estado (IGAE, 2016a). Operaciones no financieras del sector Administraciones Públicas y sus Subsectores. <http://www.igae.pap.minhap.gob.es/sitios/igae/es-ES/ContabilidadNacional/infadmPublicas/Paginas/ianofinancierasTotal.aspx>
- Intervención General de la Administración del Estado (IGAE, 2016b). Contabilidad nacional. Clasificación funcional del gasto de las Administraciones Públicas (COFOG). Información anual. <http://www.igae.pap.minhap.gob.es/sitios/igae/es-ES/ContabilidadNacional/infadmpublicas/Paginas/iacogof.aspx>
- Lagares, M. et al (2014). Informe de la Comisión de Expertos para la reforma del sistema tributario español. Madrid.
- Ministerio de Empleo y Seguridad Social (MEySS, 2014). Presupuestos de la Seguridad Social. Ejercicio 2015. Informe Económico-Financiero. Madrid. http://www.seg-social.es/Internet_1/Estadistica/PresupuestosyEstudi47977/Presupuestos/Presupuestos2015/PRESDEF2015INFC/index.htm
- Mourre, G., Isbasoiu, G.M., Paternoster, D. y Salto, M. (2013). "The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update", *European Economy – Economic Papers*, No 478, European Commission. <http://goo.gl/9JZZ9T>
- Diario Oficial de la Unión Europea (2011). Reglamento (UE) No 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de noviembre de 2011 relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos. <http://goo.gl/8U1JNl>
- Reino de España (2015). Actualización del Programa de Estabilidad, 2015-2018. Madrid. http://www.minhap.gob.es/Documentacion/Publico/GabineteMinistro/Varios/PE%202015-18%2030_04_2015.pdf
- Tesoro Público (2015). Estadísticas históricas del Tesoro <http://www.tesoro.es/deuda-publica/hist%C3%B3rico-de-estad%C3%ADsticas>

Documentos de Trabajo

2016

16/02 **Javier Andrés, Ángel de la Fuente, Rafael Doménech:** Notas para una política fiscal en la salida de la crisis.

16/01 **Ángel de la Fuente:** Series enlazadas de PIB y otros agregados de Contabilidad Nacional para España, 1955-2014.

2015

15/33 **Shushanik Papanyan:** Digitization and Productivity: Where is the Growth? Measuring Cycles of Technological Progress.

15/32 **Alfonso Arellano, Noelia Cámara, David Tuesta:** Explaining the Gender Gap in Financial Literacy: the Role of Non-Cognitive Skills.

15/31 **Ángel de la Fuente:** Series enlazadas de Contabilidad Regional para España, 1980-2014. Parte II: Empleo asalariado, rentas del trabajo y salarios medios.

15/30 **Jingnan Cai, Alicia García-Herrero, Le Xia:** Regulatory arbitrage and window-dressing in the shadow banking activities: evidence from China's wealth management products.

15/29 **Javier Alonso, Alfonso Arellano:** Heterogeneity and diffusion in the digital economy: Spain's case.

15/28 **Javier Alonso, Alfonso Arellano:** Heterogeneidad y difusión de la economía digital: el caso español.

15/27 **Ángel de la Fuente:** Series enlazadas de Contabilidad Regional para España, 1980-2014.

15/26 **Carlos Casanova, Le Xia and Romina Ferreira:** Measuring Latin America's export dependency on China.

15/25 **Nathaniel Karp, Boyd W. Nash-Stacey:** Embracing the Financially Excluded in the U.S.: A Multi-Dimensional Approach to Identifying Financial Inclusion Across MSAs and Between Cohorts.

15/24 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung:** Determinants of Trade in Parts and Components: An Empirical Analysis.

15/23 **Mariano Bosch, Ángel Melguizo, Enith Ximena Peña, David Tuesta:** El ahorro en condiciones formales e informales.

15/22 **Antonio Villar:** Crisis, households' expenditure and family structure: The Palma ratio of the Spanish economy (2007-2014).

15/21 **Andrés Hernández, Bernardo Magnani, Cecilia Posadas, Jorge Redondo, Gonzalo Robles, Juan M. Ruiz y Enestor Dos Santos:** ¿Cuáles son los sectores con mayor potencial para aprovechar la Alianza del Pacífico?

15/20 **Gonzalo de Cadenas, Alicia García-Herrero, Alvaro Ortiz and Tomasa Rodrigo:** An Empirical Assessment of Social Unrest Dynamics and State Response in Eurasian Countries. / *Published in Eurasian Journal of Social Sciences, 3(3), 2015, 1-29.*

15/19 **Mariano Bosch, Ángel Melguizo, Enith Ximena Peña and David Tuesta:** Savings under formal and informal conditions.

15/18 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung, Jesus Seade:** Beyond Minerals: China-Latin American Trans-Pacific Supply Chain.

15/17 **Alicia García-Herrero, Le Xia, Carlos Casanova:** Chinese outbound foreign direct investment: How much goes where after round-tripping and offshoring?

- 15/16 **Diego José Torres Torres:** Evaluando la capacidad predictiva del MIDAS para la Eurozona, Alemania, Francia, Italia y Portugal.
- 15/15 **Alicia García-Herrero, Eric Girardin, Arnoldo Lopez-Marmolejo:** Mexico's monetary policy communication and money markets.
- 15/14 **Saidé Salazar, Carlos Serrano, Alma Martínez, Arnulfo Rodríguez:** Evaluation of the effects of the Free Trade Agreement between the European Union and Mexico (EU-MX FTA) on bilateral trade and investment.
- 15/13 **Saidé Salazar, Carlos Serrano, Alma Martínez, Arnulfo Rodríguez:** Evaluación de los efectos del Tratado de Libre Comercio entre la Unión Europea y México (TLCUEM) en el comercio bilateral y la inversión.
- 15/12 **Alicia García-Herrero, Eric Girardin and Enestor Dos Santos:** Follow what I do, and also what I say: Monetary policy impact on Brazil's financial markets.
- 15/11 **Noelia Cámara, David Tuesta, Pablo Urbiola:** Extendiendo el acceso al sistema financiero formal: el modelo de negocio de los corresponsales bancarios.
- 15/10 **Noelia Cámara, David Tuesta, Pablo Urbiola:** Extending access to the formal financial system: the banking correspondent business model.
- 15/09 **Santiago Fernández de Lis, José Félix Izquierdo de la Cruz y Ana Rubio González:** Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en la Eurozona.
- 15/08 **Pau Rabanal and Juan F. Rubio-Ramírez:** Can International Macroeconomic Models Explain Low-Frequency Movements of Real Exchange Rates?.
- 15/07 **Ándel de la Fuente y Rafael Doménech:** El nivel educativo de la población en España y sus regiones: 1960-2011.
- 15/06 **Máximo Camacho and Jaime Martínez-Martín:** Monitoring the world business cycle. / *Published in Economic Modelling 51 (2015) 617–625.*
- 15/05 **Alicia García-Herrero and David Martínez Turégano:** Financial inclusion, rather than size, is the key to tackling income inequality.
- 15/04 **David Tuesta, Gloria Sorensen, Adriana Haring y Noelia Cámara:** Inclusión financiera y sus determinantes: el caso argentino.
- 15/03 **David Tuesta, Gloria Sorensen, Adriana Haring y Noelia Cámara:** Financial inclusion and its determinants: the case of Argentina.
- 15/02 **Álvaro Ortiz Vidal-Abarca and Alfonso Ugarte Ruiz:** Introducing a New Early Warning System Indicator (EWSI) of banking crises.
- 15/01 **Alfonso Ugarte Ruiz:** Understanding the dichotomy of financial development: credit deepening versus credit excess.

Consulte aquí el listado de Documentos de Trabajo publicados:

en español

y en Inglés

Los análisis, las opiniones y las conclusiones contenidas en este informe corresponden a los autores del mismo y no necesariamente al Grupo BBVA.

Podrá acceder a las publicaciones de BBVA Research a través de la siguiente web: <http://www.bbvarsearch.com>

Datos de contacto:

BBVA Research

Calle Azul, 4

Edificio La Vela – 4ª y 5ª plantas

28050 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com