

# Situación España

Cuarto Trimestre 2013  
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se acelerará en 2014**, aunque sigue habiendo riesgos a la baja.
- **En España, se confirma la salida de la recesión y el escenario de moderada recuperación** apoyado en el aumento de las exportaciones, la sustitución de importaciones, menores tensiones financieras y una política fiscal menos contractiva.
- **La necesaria reducción del endeudamiento es consistente** con la mejora de los flujos de financiación en 2014.
- **Reformas ambiciosas**, claves para la recuperación.

# Índice

1. Editorial.....	3
2. Una recuperación global lenta y con riesgos sesgados a la baja.....	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española: el final de la recesión .....	10
Recuadro 1. Hechos estilizados del ciclo económico español.....	22
Recuadro 2. Sustitución de importaciones por producción doméstica durante la crisis: evidencia preliminar .....	27
Recuadro 3. Las expectativas de recuperación de las nuevas operaciones de crédito.....	34
4. Un ajuste fiscal significativo que mantendrá el déficit en niveles de finales de 2012.....	38
Recuadro 4. La imprescindible reforma del sistema de pensiones para asegurar su sostenibilidad ..	44
5. Coyuntura regional: más demanda externa y menos consolidación fiscal .....	47
6. Cuadros.....	51

Fecha de cierre: 4 de noviembre de 2013

## 1. Editorial

**Se revisa dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%, respectivamente.** La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EE.UU., así como de la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la inminente disminución del ritmo de compra de activos por parte de la Reserva Federal en el contexto de su programa de expansión cuantitativa. A pesar de que se espera ahora un menor crecimiento en 2014, todavía se prevé una aceleración respecto a 2013, respaldada por la recuperación en casi todas las áreas geográficas. Cabe destacar, especialmente, la mejora prevista en la zona euro, tras dos años de recesión, y la notable aceleración en América Latina tras el bache de 2013.

**En España, se confirma que la economía ha comenzado a crecer, pero a tasas todavía insuficientes para evitar la destrucción de empleo.** En línea con lo esperado hace tres meses, el PIB se incrementó el 0,1% en el tercer trimestre del año. Detrás de este moderado crecimiento está la consolidación de tendencias que se venían observando durante la primera mitad de 2013. En primer lugar, continúa el proceso de disminución de la incertidumbre, reflejado en una reducción superior a la esperada en las tensiones financieras en Europa. En segundo lugar, el volumen de exportaciones se habrían mantenido elevado (a pesar de la corrección observada como consecuencia del repunte en el segundo trimestre del año). En tercer lugar, el dinamismo del sector exterior se ha trasladado a parte de la demanda interna, particularmente a la inversión en maquinaria y equipo, que de nuevo habría mostrado un crecimiento sólido en 3T13. Finalmente, aunque el proceso de consolidación fiscal continúa, lo hace a un ritmo inferior al del año anterior, tras la suavización de la senda de ajuste presupuestario aprobada por la Comisión Europea.

**El escenario hacia delante se mantiene y se espera que el PIB termine 2013 con una caída promedio del -1,3% y que en 2014 crezca el 0,9%.** Aunque la estimación para el PIB de 2013 mejora marginalmente respecto a lo previsto hace 3 meses (-1,4%), esto se debe al impacto que han tenido las revisiones de las series históricas realizadas por el INE. Así, se mantiene la expectativa de una recuperación moderada, donde la economía española irá de menos a más. De hecho, los indicadores disponibles a la fecha de cierre de esta publicación apuntan a que la economía estaría creciendo alrededor de un 0,3% durante el cuarto trimestre del año.

**La economía española está replicando la mayoría de los patrones que se observaron en recuperaciones previas** (véase el Recuadro 1). **En primer lugar, las exportaciones españolas han mostrado una fortaleza significativa,** basada en el proceso de devaluación interna, en la diversificación de destinos y en factores de competitividad no ligados a precios. A este proceso, se une ahora la recuperación del principal socio comercial de España: la UEM. Todo lo anterior, debería asegurar que tanto 2013 como 2014 se cierren con crecimientos sólidos de las exportaciones. Más aún, se observa también un proceso de sustitución de importaciones (véase el Recuadro 2) que, de continuar, aseguraría la contribución positiva de la demanda externa al crecimiento durante los próximos años, además de la necesaria reducción del endeudamiento neto con el resto del mundo. **En segundo lugar, las condiciones financieras en los mercados de capital han mejorado** más de lo que se esperaba hace seis meses. Aunque la fragmentación financiera en Europa continúa limitando la transmisión de este tipo de impulsos monetarios, en la medida en que esta mejora se perciba como permanente, debería acelerar las decisiones de gasto de familias y empresas. **En tercer lugar, el incremento de la productividad y la moderación salarial** han mejorado la rentabilidad y el ahorro de las empresas, **aumentando el excedente bruto de explotación.** De hecho, buena parte del aumento de la inversión en maquinaria y equipo sería el resultado tanto del incremento de las exportaciones, como de la menor incertidumbre y de esta mejora en la posición financiera de las empresas. **Todos estos factores preceden, con regularidad, a la recuperación de la actividad en España. Finalmente,**

**el esfuerzo de consolidación fiscal continuará su desaceleración.** En particular, se estima que después de ser necesarias medidas en torno al 6,5% del PIB entre 2011 y 2013 para reducir el déficit hasta el 6,8%, las AA.PP. solo tendrán que implementar medidas por 1,0% del PIB en 2014 para alcanzar el objetivo de final de año. Más aún, el nuevo Plan de Pago a Proveedores servirá como una inyección de liquidez que limitará el impacto negativo de la inevitable aceleración de la consolidación fiscal en el segundo semestre de 2013. **Por lo tanto, la contribución negativa de la demanda interna al crecimiento disminuirá considerablemente durante 2014.**

**Hacia delante, la recuperación corre el riesgo de ser lenta. En primer lugar, porque el impulso que ha traído en otras ocasiones el crecimiento de la actividad en el sector inmobiliario estará ausente.** Tanto por su efecto en las expectativas de crecimiento de la riqueza de las familias como por el impacto directo sobre el empleo, la construcción residencial deja un hueco que otros sectores deberán llenar, preferentemente el exportador. **En segundo lugar, la recuperación se tiene que dar en un contexto de reducción del nivel (*stock*) de endeudamiento de familias y empresas, sin que ello impida la recuperación sostenida del flujo de nuevas operaciones de crédito. Los obstáculos a esta recuperación se encuentran en la fragmentación que se observa en el sistema financiero europeo (que limita la caída del coste de financiación) y en la reestructuración de una parte del español (que puede estar reduciendo la capacidad de algunas entidades para proporcionar crédito y genera distorsiones por asimetrías en la información cuando los clientes cambian de proveedor financiero).** Respecto al primer punto, es indispensable que se continúe avanzando de forma estricta en la agenda hacia la unión bancaria. Respecto al segundo, el proceso ha sido evaluado positivamente por las instituciones internacionales a cargo, por lo que debería llevar a una mayor certidumbre sobre la solvencia del sistema en su conjunto y a una posición favorable respecto al resto de Europa. De cara a evaluar el éxito o fracaso de estas políticas en la reactivación de la financiación a familias y empresas, será imprescindible tener en cuenta el proceso de desapalancamiento que están atravesando. Por lo tanto, es un error tomar solo el *stock* de crédito como indicador de la disponibilidad de financiación, ya que este se encuentra distorsionado por las amortizaciones que se realizan. Como se muestra en esta publicación (Recuadro 3), **hay que considerar el comportamiento de los flujos de nuevo crédito. Como muestra la evidencia empírica, son estos flujos los que preceden la reactivación de la actividad,** ya que la recuperación del *stock* viene con retraso. De hecho, se espera que dichos flujos estén cerca de un cambio de tendencia y que incluso, ya en el primer semestre del año siguiente, pueda haber un aumento de los mismos.

**En tercer lugar, el crecimiento que se espera no debe reducir el impulso reformador.** El Gobierno ha dado pasos importantes hacia la sostenibilidad de medio plazo de las finanzas públicas con el envío a las Cortes del Anteproyecto de Ley que reformará el cálculo del aumento de las pensiones (véase el Recuadro 4). Asimismo, se ha aprobado la Ley de Emprendedores, que incluye medidas que deberían reducir el coste de inicio y operación de las empresas, mejorar su liquidez, promover la iniciativa emprendedora y mejorar la financiación. Sin embargo, el principal problema que continúa enfrentando la economía española es el de la dualidad en el mercado laboral. En las actuales circunstancias, y como se comprueba con los datos de empleo del segundo y tercer trimestres del año, es probable que la recuperación traiga un nuevo aumento de la temporalidad. Reducir la segmentación, mejorar el sistema impositivo, disminuir el coste de la energía y promover una mayor competencia en sectores que limitan la competitividad del sector productivo español son prioridades que deberían atajarse con la mayor ambición posible. **Cuanto más intensas sean estas reformas más rápida será la recuperación, mayor el crecimiento potencial y menor la tasa de desempleo.**

## 2. Una recuperación global lenta y con riesgos sesgados a la baja

### El ciclo económico mejora, sobre todo en las economías avanzadas, aunque lejos todavía de una intensa recuperación

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo de cola, disruptivos para el panorama global. Así, **la recuperación económica continúa asentándose y tiene menos riesgo de descarrilar. Sin embargo, también se han registrado eventos durante el trimestre que contribuyen a un escenario de recuperación global débil**, con impacto presente (cierre parcial del gobierno en EE.UU.) pero también futuro (la retirada inminente de las excepcionales inyecciones de liquidez).

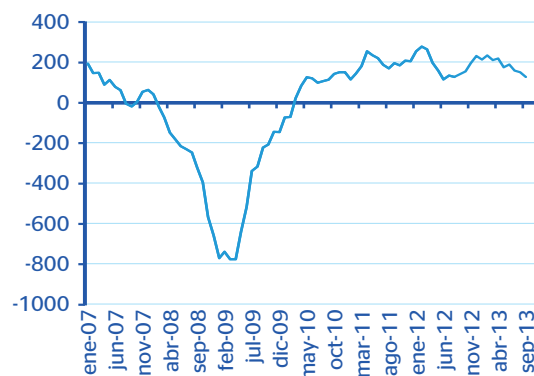
**En su conjunto, se revisa dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%, respectivamente.** La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EE.UU., así como a la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos (*tapering*) de su programa de expansión cuantitativa. El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta el 3,6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (véase el Gráfico 1). Con todo, la mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por la aceleración en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento se mantenga. Cabe destacar, especialmente, la mejora esperada de la zona euro tras dos años de recesión y la notable aceleración en América Latina tras el bache de 2013 (véanse los cuadros de la Sección 6 para más detalles).

Gráfico 1  
Contribuciones al crecimiento mundial (%)



(p): previsión  
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
EE.UU.: empleo privado no agrícola (variación mensual en miles, media móvil 3 meses)



Fuente: BBVA Research y BLS

## Las tensiones en los mercados financieros causadas por el anuncio del *tapering* de la Fed remiten, dando soporte no solo en EE.UU.

La Fed sorprendió cuando en septiembre decidió no dar comienzo al proceso de reducción del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa. El retraso de su inicio ha venido a reforzar el carácter “dependiente de los datos” del programa. Ciertamente, **los datos no han acompañado desde que en mayo de 2013 la FED comenzase a perfilar sus planes de salida.** Es cierto que todavía se espera una aceleración del crecimiento en el segundo semestre del año, pero el consumo muestra una mayor debilidad de lo previsto, mientras que el mercado inmobiliario, que había ganado gran dinamismo, se ha resentido de la reacción inicial al *tapering*. Al mismo tiempo, el mercado laboral continúa débil (véase el Gráfico 2), a lo que habría que añadir la incertidumbre inherente a las prolongadas negociaciones del presupuesto y del techo de la deuda pública, que se han de repetir en pocas semanas. **La falta de soluciones de largo plazo y la repetición del proceso de negociación aumentan la probabilidad de ralentización de decisiones de gasto e inversión, además del impacto directo del cierre parcial de la actividad gubernamental.**

Las aclaraciones sobre el proceso de *tapering* que los miembros de la Fed se esmeraron en hacer, ante la inesperada reacción del mercado a su primer anuncio y el retraso del mismo hasta -previsiblemente- comienzos de 2014, han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. **La respuesta inicial de los mercados al anuncio de *tapering* suponía condiciones financieras demasiado restrictivas** en las economías avanzadas para su momento cíclico, además de frenar bruscamente la financiación de algunas economías emergentes, en especial de aquellas con fundamentos más débiles y, a la vez, más integradas financieramente.

En cualquier caso, **se ha revertido gran parte del alza de los tipos de interés registrada desde mayo** (véase el Gráfico 3). Los mercados no anticipan ahora incrementos de tipos hasta 2015, en línea con lo descontado por el mercado inmediatamente antes de que Bernanke diera a entender que iniciaría el proceso de *tapering* (véase el Gráfico 4). De hecho, el alza en los tipos implícitos está detrás de la pérdida reciente de dinamismo en el sector de la vivienda.

Gráfico 3

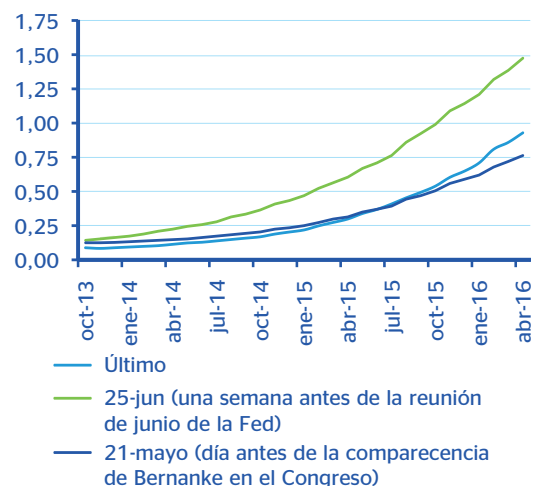
EE.UU.: tipos de interés de la deuda pública a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

EE.UU.: tipos implícitos de los fondos Fed (%)

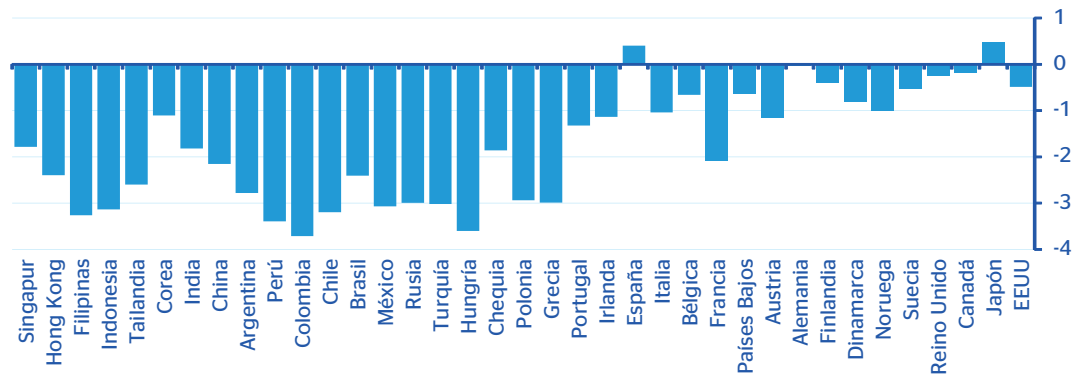


Fuente: BBVA Research

Por otra parte, **la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global han disminuido, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes** de Asia y Latinoamérica, afectadas por intensas salidas de capital. Las primeras señales de que la FED podría estar considerando poner punto y final a su programa de expansión monetaria (aun con todas las reservas y el gradualismo adoptados), condujeron a una intensa depreciación de las monedas

de los países emergentes y a importantes salidas de capital (véase el Gráfico 5). Las tensiones financieras vinieron a coincidir con dudas sobre la marcha de estas economías, en medio de una desaceleración que ganaba en intensidad.

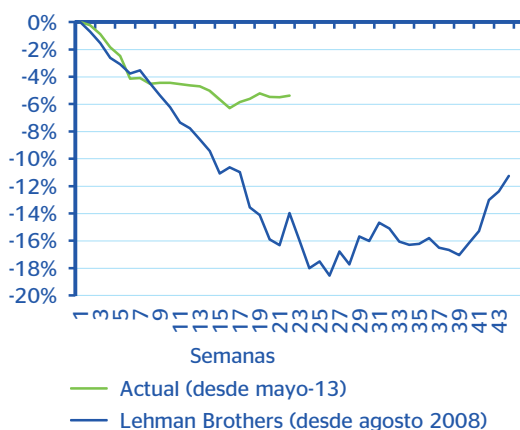
Gráfico 5  
Flujos de capital (% sobre el total de activos en cartera, junio 2013)



Fuente: BBVA Research y EPFR

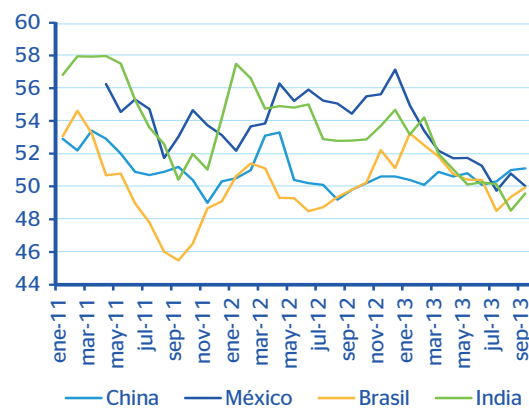
La severidad de las salidas de capitales y de la depreciación de las monedas experimentada tras el anuncio de *tapering*, hizo albergar temores de un “frenazo brusco” en los países emergentes. Se trata del riesgo de que aquellas economías más dependientes de financiación externa a corto plazo vieran como ésta se cortaba bruscamente, pudiendo causar una caída súbita e intensa de la actividad. Sin embargo, el proceso ha ido perdiendo intensidad y, como se observa en el Gráfico 6, dista de haber tenido la severidad de la salida de capitales observada tras la quiebra de Lehman Brothers en agosto de 2008. Al mismo tiempo, las economías emergentes muestran indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año (véase el Gráfico 7).

Gráfico 6  
Flujos en cartera hacia economías emergentes (% activos bajo gestión, comparado con nivel pre-crisis)



Fuente: BBVA Research y EPFR

Gráfico 7  
Economías emergentes: PMI manufacturero



Fuente: BBVA Research y Haver

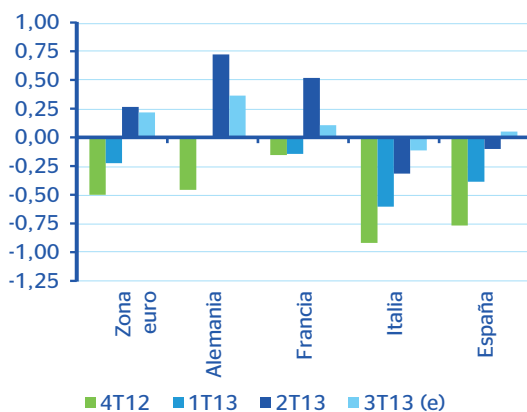
En todo caso, el *tapering* terminará llegando y cambiará un escenario global de inyecciones de liquidez que favorecían flujos indiscriminados hacia mercados emergentes. El impacto del *tapering* una vez que esté en marcha ha de ser, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas (déficit por cuenta corriente, niveles de endeudamiento en moneda extranjera, mayor o menor vencimiento de la deuda a corto plazo, etc.). En todo caso, el tiempo ganado permite disminuir el riesgo de una caída abrupta de la actividad, al menos en el corto plazo.

## Mejora la percepción sobre Europa y se disipan los riesgos más extremos. El crecimiento vuelve y siguen las reformas hacia una mejor gobernanza

En Europa se han confirmado las previsiones y ha continuado mejorando la situación económica, hasta el punto que la zona euro salió de la recesión en el segundo trimestre de 2013, tras 6 trimestres de recesión, con un crecimiento del 0,3%. Los datos más recientes de coyuntura apuntan a que la tendencia se habría mantenido durante el tercer trimestre, cuando la zona euro habría vuelto a registrar unas décimas de expansión. La lectura de los datos es positiva en dos aspectos. En primer lugar, porque **el reciente rebote se fundamenta no solo en la demanda exterior, sino también en una mejora de la demanda doméstica**. En segundo lugar, la mejora de la actividad no solo viene impulsada por los países del centro de Europa (con Alemania registrando un crecimiento sólido, pero también con Francia sorprendiendo recientemente), sino que **la mejora se extiende también a la periferia** (con España y Portugal saliendo de la recesión, e Italia reduciendo su ritmo de caída) (véase el Gráfico 8). Esto contribuye, junto con los progresos hacia la mejora de la gobernanza y las reformas, a eliminar los riesgos sistémicos que caracterizaron los trimestres anteriores. La recuperación de la actividad ha venido facilitada por una disminución de las tensiones financieras en la zona (véase el Gráfico 9) y por una relajación de los objetivos de consolidación fiscal a corto plazo, implícitamente tolerada por las autoridades europeas.

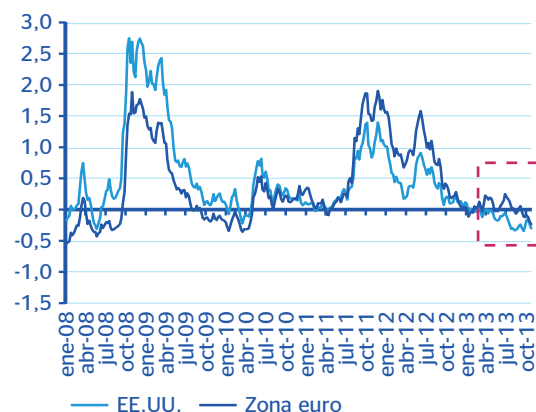
El aumento del PIB en esta parte del año era esperado y no se ha dado ningún elemento adicional que modifique la expectativa de una débil recuperación. En 2013, el PIB europeo caerá el 0,4%, para crecer el 1,1% en 2014. Lo anterior resulta consistente con el proceso de desapalancamiento en marcha en el sector privado de algunas de las economías del área y la fragmentación financiera aún vigente, que afecta a la capacidad de oferta de crédito bancario. Por su parte, la política monetaria continuará siendo laxa, lo que compensará, en parte, el impulso todavía negativo sobre el crecimiento de la política fiscal. **Lejos de presiones inflacionistas, el BCE se muestra preparado para actuar en caso necesario**, bien con una nueva ronda de liquidez a largo plazo para los bancos, o bien con una nueva rebaja de tipos oficiales. Al mismo tiempo, **los próximos meses serán decisivos en los avances hacia la unión bancaria, con la entrada en funcionamiento del supervisor único, el BCE, y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, sobre cuyo modelo de implementación se discute aún.**

Gráfico 8  
Europa: crecimiento del PIB (% t/t)



(e): estimación  
Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 9  
Índice de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research



## Riesgos en la previsión: sesgados a la baja, pero con menor probabilidad y menor impacto

Los riesgos sobre el escenario de recuperación moderada, con contribución creciente de las economías avanzadas y sostenida de las emergentes, se han visto reducidos. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, dada la existencia todavía de diversos factores. Cabe destacar, en primer lugar, la posibilidad de una “salida desordenada” del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de los tipos de interés (en EE.UU. y en otros países), que no fuese resultado de mejoras en las perspectivas de crecimiento. **Unas condiciones financieras demasiado tensas para el resto del mundo podrían abortar una recuperación global, especialmente en la zona euro.** Además, la resolución de las cuestiones fiscales en EE.UU. -presupuesto y techo de deuda- ahora pospuesta hasta el primer trimestre de 2014, constituye una fuente de incertidumbre y puede suponer un lastre adicional en caso de que se intensifique el drenaje fiscal.

En segundo lugar, se identifica como factor de riesgo el **posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes.** Esto podría ser el resultado de factores idiosincráticos, pero también de los dilemas a los que se tienen que enfrentar las políticas domésticas en un entorno financiero global más tenso. Aunque como se ha visto recientemente, la diferenciación entre economías es relevante, y no cabe esperar una interrupción de la recuperación en marcha si no se dan escenarios financieros tan adversos como los registrados entre finales de 2008 y 2009.

Finalmente, **el resurgimiento de la crisis del euro todavía representa un riesgo global.** Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase. Algunos países periféricos se encuentran en una situación de “cansancio”, de falta de consenso político que podría conllevar un freno en las reformas necesarias. En este sentido, las negociaciones sobre los programas de Portugal y Grecia pueden ser fuente de incertidumbre. Además, en breve se iniciarán los trabajos de revisión de los balances bancarios y test de resistencia a escenarios de riesgo, necesarios para la puesta en marcha del supervisor bancario único. Finalmente, como muestran experiencias pasadas, desacuerdos en la definición de políticas que fortalezcan la zona euro, en este caso en los mecanismos de resolución de entidades bancarias, pueden producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.

### 3. Perspectivas de crecimiento de la economía española: el final de la recesión

Durante los últimos tres meses, **la economía española ha continuado cosechando los frutos de las decisiones de política económica** emprendidas a partir de 2012<sup>1</sup>. En particular, **se ha consolidado la relajación de las tensiones financieras**, a pesar de la aparición de nuevos factores de riesgo que amenazaban con revertir este escenario de mayor estabilidad, como la incertidumbre sobre el futuro de la política fiscal y monetaria en Estados Unidos, la inestabilidad política en algunos países europeos, la desaceleración de la actividad en ciertas economías emergentes o el cambio de flujos de inversión que se observó a partir del incremento de los tipos de interés en las desarrolladas (véase la Sección 2 de este informe). Así, la contención de la volatilidad siguió contribuyendo a la normalización en la entrada de flujos de capital en España, a la revalorización generalizada de las cotizaciones bursátiles y a la disminución de las primas de riesgo, incluso más de lo que se esperaba hace tres meses. Asimismo, las perspectivas de una moderada recuperación en Europa aseguran que los tipos de interés libres de riesgo se mantendrán bajos por un tiempo prolongado. En todo caso, **el proceso de fragmentación del sector financiero europeo** continúa obstaculizando el mecanismo de transmisión de la política monetaria, lo que **encarece la financiación de empresas y familias** en países como España.

En lo que respecta a la economía real, **la actividad en los principales socios del país durante los últimos meses arrojó señales mixtas**. Por un lado, en línea con las previsiones, la economía europea continuó mostrando síntomas de mejoría, tras volver al crecimiento en el 2T13. Por otro, se ha observado un menor crecimiento que el esperado hace tres meses en EE.UU. y en algunas economías emergentes. **Por lo tanto, el escenario económico global sigue caracterizándose por estimaciones de un bajo crecimiento en 2013 (respecto al observado en promedio durante los tres años anteriores), aunque con expectativas de una aceleración de la actividad hacia 2014**. En todo caso, la mayor contribución de las economías desarrolladas al crecimiento previsto para 2014 (en particular, como resultado de las mejores perspectivas para Europa) debería favorecer especialmente al sector exportador español.

Por el lado doméstico, la **evolución reciente de la actividad** ha estado **en línea con lo que apuntaban las expectativas de BBVA Research**. Tras caer el **0,1%** en el segundo trimestre del año, **la economía española habría iniciado la fase expansiva del ciclo en el tercero**, dejando atrás el período más intenso de destrucción de empleo. Lo anterior sería el resultado del **efecto arrastre de las exportaciones** sobre la demanda doméstica privada (principalmente, sobre la inversión productiva), así como de la **desaceleración del proceso de consolidación fiscal**. Al respecto, el detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral del 2T13 -que incorporó una revisión al alza del crecimiento para el 1T13<sup>2</sup>- reveló no solo un repunte excepcional de las exportaciones españolas, sino también una menor debilidad de la demanda interna (tanto pública como privada).

En resumen, **se espera que la economía española continúe creciendo en lo que resta del año** aunque, en el escenario más probable, lo hará **a un ritmo insuficiente para evitar una caída del PIB cercana al -1,3% en el conjunto del ejercicio económico**. Hacia delante, varios factores continúan justificando que la recuperación se consolide a lo largo de **2014, cerrando el año con un crecimiento en torno al 0,9%**. En el panorama económico internacional, se sigue esperando una aceleración del ritmo de expansión de la economía global, que en el caso de la zona euro supondrá un crecimiento en torno al 1,1% tras dos años en recesión. A nivel doméstico, se anticipa un tono de la política fiscal menos contractivo que el observado en 2013 y, sobre todo, que en 2012. Asimismo, el avanzado estado en el que se encuentran algunos procesos de ajuste internos resultará en un práctico estancamiento de la demanda doméstica y del empleo.

1: Destacan el programa Transacciones Monetarias Directas (OMT por sus siglas en inglés) del BCE, el acuerdo de ayuda financiera rubricado por Europa y España para reforzar la solvencia del sistema financiero español, el paquete de medidas fiscales anunciado por el Gobierno español para realinear la senda de ajuste de las cuentas públicas con los objetivos acordados con la Unión Europea y, finalmente, las acciones más recientes del BCE para avalar la estabilidad financiera y apuntalar la recuperación económica.

2: Cumpliendo con el calendario de revisiones de la Contabilidad Nacional de España (CNE), el detalle de la CNTR del 2T13 publicado por el INE incorporó la revisión de las series históricas para el período 2009-2012. Para más detalles sobre dichas revisiones véase nuestro Observatorio Económico de septiembre de 2013, disponible en: [http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/130919\\_Observatorio\\_Economico\\_Espana\\_tcm346-402090.pdf?ts=28102013](http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/130919_Observatorio_Economico_Espana_tcm346-402090.pdf?ts=28102013)

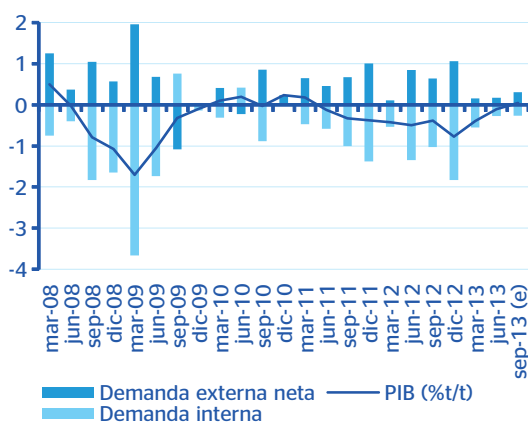
En cualquier caso, conviene volver a resaltar que **este escenario no está exento de riesgos**. La relajación de las tensiones financieras y la apremiante reversión de la fragmentación del sistema financiero europeo dependen de las reformas estructurales y del ajuste de las cuentas públicas, tanto en España como en Europa. En este sentido **son de vital importancia el cumplimiento de los compromisos presupuestarios y, sobre todo, un avance más decidido hacia la unión bancaria**. Asimismo, existen riesgos provenientes de fuera de la zona euro que también podrían truncar la recuperación de la economía española. Por el lado de las economías emergentes, persisten **dudas sobre la desaceleración del crecimiento en China** y, en especial, sobre el relevo de su demanda interna como motor de la economía. En el caso de las economías desarrolladas no europeas, la principal **incertidumbre** recae **sobre el futuro de la política fiscal** y el retraso de la retirada de estímulos monetarios **en EE.UU.**

## La economía española inició la fase expansiva del ciclo durante el 3T13

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 0,1% t/t en el 3T13**. De confirmarse esta estimación, la **evolución de la actividad** entre julio y septiembre habría estado **en línea con la esperada a principios del trimestre (BBVA Research: entre el 0,0% y el 0,1% t/t)** y supondría la salida técnica de la recesión tras nueve trimestres consecutivos de caída. En lo que respecta a la composición del crecimiento, los indicadores parciales de coyuntura apuntan a una contracción de la demanda doméstica similar a la observada al cierre del primer semestre del año (contribución a la caída del PIB de -0,3 pp) que, en todo caso, es significativamente inferior a las registradas durante la segunda etapa de la recesión (-0,9 pp en promedio). Así, la actividad habría vuelto a encontrar su soporte en la demanda externa neta que, a pesar de la corrección de las ventas al exterior tras el repunte del 2T13, aportó 0,4 pp al crecimiento trimestral (véase el Gráfico 10).

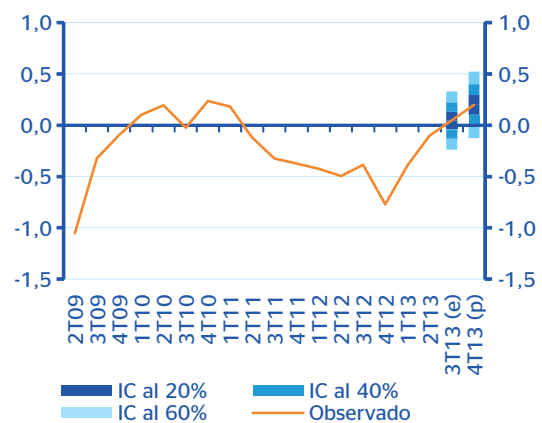
**De cara al cuarto trimestre de 2013, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere una continuidad del tono expansivo de la actividad** que, sin embargo, seguirá marcando un ritmo de recuperación todavía anémico en comparación con las anteriores fases expansivas (MICA-BBVA: alrededor del 0,3% t/t) (véase el Gráfico 11)<sup>3</sup>.

Gráfico 10  
España:  
contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



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

Gráfico 11  
España: crecimiento observado del PIB y  
previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



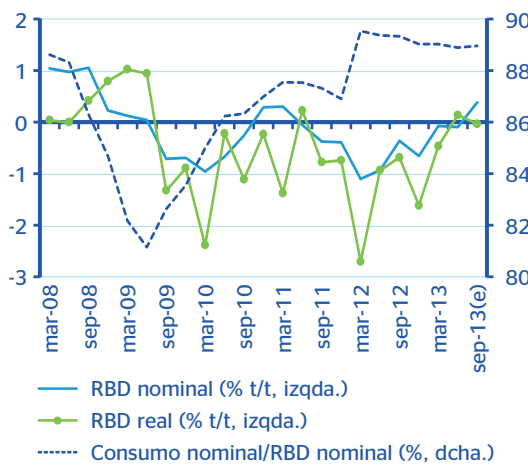
(e): estimación; (p) previsión.  
Previsión actual: 4 de noviembre de 2013.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

3: 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://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1021\\_tcm348-231736.pdf?ts=2542012](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012)

## La demanda doméstica privada comienza a levantar cabeza

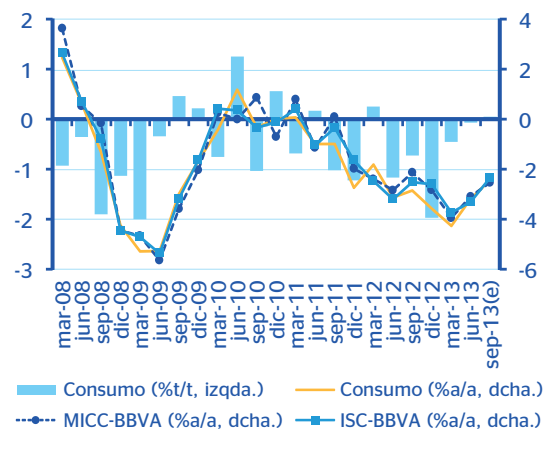
Los indicadores parciales de demanda -principalmente, de bienes duraderos<sup>4</sup> y de servicios- sugieren que **el gasto en consumo de los hogares se mantuvo prácticamente estable durante el tercer trimestre del 2013**. El progreso de la renta disponible de las familias, la mejora de su riqueza financiera neta<sup>5</sup> y la vigencia del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE-3)<sup>6</sup> habrían compensado el deterioro de su riqueza inmobiliaria, lo que habría contribuido a sostener el consumo privado entre julio y septiembre (véase el Gráfico 12). Así, tanto el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) señalan que **el gasto de los hogares habría crecido marginalmente en el 2T13 (+0,1% t/t; -2,4% a/a) tras haber retrocedido una décima en el trimestre precedente (-3,2% a/a) (véase el Gráfico 13).**

Gráfico 12  
España: RBD de los hogares y propensión a consumir (CVEC)



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

Gráfico 13  
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



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

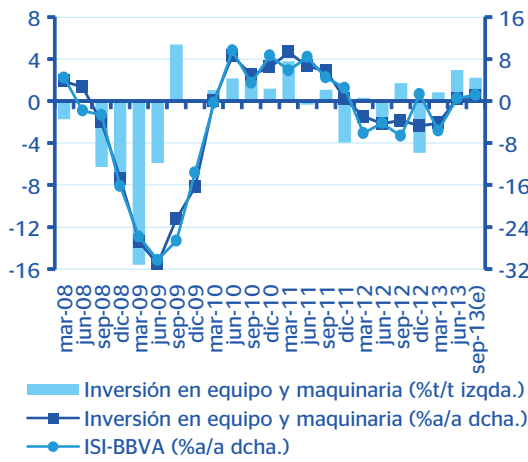
Los datos del segundo trimestre corroboraron el cambio de tendencia de la inversión productiva privada iniciado en el primer trimestre del año. De nuevo, el buen tono de la demanda externa contribuyó al crecimiento de esta partida de la inversión que, adicionalmente, se ve cada vez menos lastrada por el deterioro de la demanda interna. De hecho, en el tercer trimestre se apreció un aumento significativo de la confianza entre los productores de bienes de equipo que se plasmó en un incremento de la cartera de pedidos y en una nueva recuperación de las ventas de vehículos industriales. Estos ingredientes justificarían un **nuevo incremento de la inversión en maquinaria y equipo para el 3T13** que, tal y como muestra el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA), podría haberse situado **en torno al 2,3% t/t (0,9% a/a)** (véase el Gráfico 14).

Los indicadores relacionados con el sector inmobiliario señalan la continuidad del ajuste en la inversión en vivienda en el 3T13. La contracción en la iniciación de nuevas viviendas prosigue, aunque a ritmos más moderados, dando lugar a una reducción del número de viviendas en construcción. El consumo de cemento sigue deteriorándose y la confianza del sector no muestra un cambio de tendencia. Por su parte, los datos de julio y agosto indican que, salvo sorpresas al alza en septiembre, durante el 3T13 las ventas de vivienda habrían retrocedido. Así, el indicador sintético de inversión en construcción de vivienda (ISCV-BBVA) señala un **nuevo deterioro de esta partida de la demanda en el 3T13 que, en esta ocasión, rondaría el -2,5% t/t (-9,3% a/a)** (véase el Gráfico 15).

4: Véase la sección 3 de la revista Situación Consumo para un análisis detallado de la evolución del gasto en consumo por tipo de bien o servicio. <http://www.bbvarresearch.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/espana/historico/publicaciones/situacionregsect/consumo/index.jsp>  
5: Se estima que el crecimiento de la riqueza financiera neta real registrado en el 2T13 (1,4% t/t) contribuyó en 0,1 pp al crecimiento del consumo en 3T13, y lo hará en casi tres décimas durante los próximos cuatro trimestres.  
6: El PIVE-3 tenía como objetivo la sustitución de turismos y vehículos comerciales ligeros con más de 10 años y 7 años de antigüedad, respectivamente, por modelos energéticamente más eficientes. Dotado con 70 millones de euros, se prolongó hasta la segunda quincena de octubre, momento en el que tuvo lugar el agotamiento de los fondos. El 25 de octubre el Gobierno aprobó su renovación con un presupuesto análogo.

Gráfico 14

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

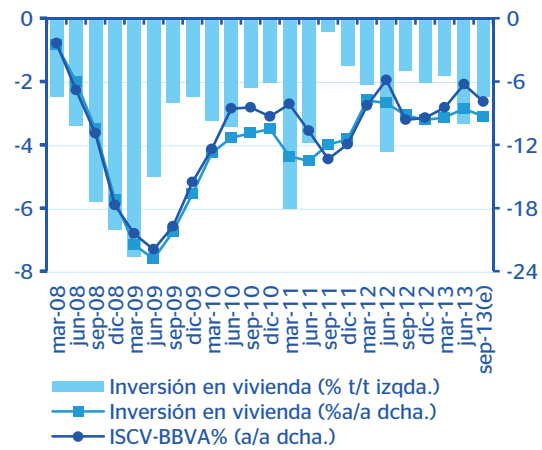


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 15

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



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

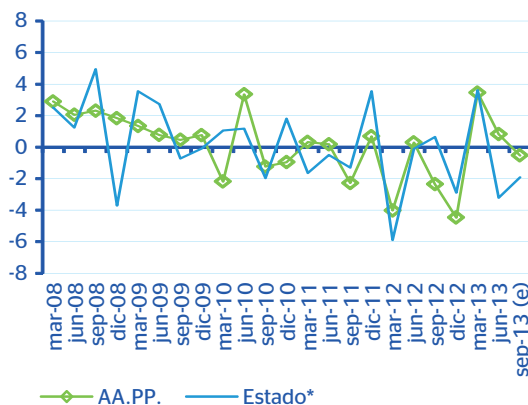
## El consumo público retoma la senda de ajuste moderado

Los datos del segundo trimestre de 2013 confirmaron el menor tono contractivo de la demanda pública observado en los primeros compases del año, tras la concentración de las medidas de ajuste a finales del 2012. En este contexto, la información disponible de ejecución presupuestaria permite anticipar que, en términos reales, **la demanda pública volvió a drenar crecimiento a lo largo del 3T13**. Aunque los últimos datos continúan mostrando que gran parte del esfuerzo de consolidación sigue concentrándose en el recorte de la inversión, también se constata que el consumo final del Estado en términos nominales volvió a contraerse (véase el Gráfico 16). Igualmente, el empleo público habría continuado reduciéndose, aunque a un ritmo menor que a comienzos de año (véase el Gráfico 17).

Con estos datos, **se estima que el consumo público volvió a caer a lo largo del tercer trimestre del año**, pero a una tasa mucho menor que las observadas en el segundo semestre de 2012. Por su parte, **la inversión en construcción no residencial habría disminuido a un ritmo similar al de los trimestres anteriores**.

Gráfico 16

**España: consumo público nominal (% t/t, CVEC)**



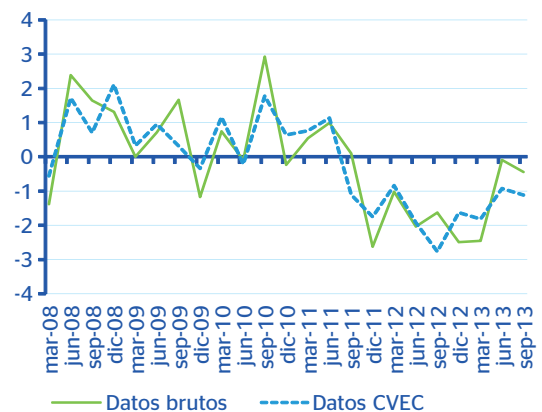
(e): estimación.

\*: no incluye consumo de capital fijo.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 17

**España: asalariados del sector público (% t/t)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA)

## Los flujos comerciales se corrigen a la baja tras el repunte observado al cierre del 1S13

Durante el 2T13 se registraron los primeros signos de expansión en la UEM, en especial, en Alemania y Francia. Esta coyuntura externa dio lugar a un **elevado crecimiento de las exportaciones españolas de bienes (+6,9% t/t)**, donde destacó el tirón exportador de la mayoría de los productos relacionados con la maquinaria y los bienes de equipo (véase el Gráfico 18)<sup>7</sup>. Asimismo, se asistió a la **recuperación de las exportaciones de servicios (+4,0% t/t)** tras dos trimestres en números rojos. En resumen, estos registros implicaron un crecimiento de las exportaciones totales del 6,0% t/t.

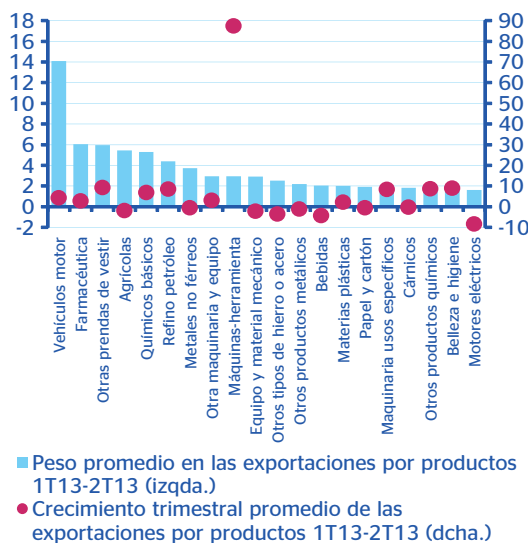
De cara al tercer trimestre, la **desaceleración de parte del mundo emergente, junto con el efecto base provocado por el repunte en el 2T13, incrementan la probabilidad de observar una corrección a la baja en las ventas de bienes y servicios al resto del mundo**. En concreto, las exportaciones reales de balanza comercial disminuyeron de forma significativa en el promedio julio-agosto, a la vez que las de bienes y servicios de grandes empresas moderaron su tasa de crecimiento interanual. Como elemento compensador, el balance de la cartera de pedidos de exportación de la industria sugiere que, en todo caso, el nivel de actividad al cierre del trimestre continuó siendo saludable. En síntesis, se estima que **las exportaciones de bienes y servicios no turísticos han registrado tasas de variación intertrimestrales en torno al -0,9% (+3,8% a/a) y al 1,5% (-1,6% a/a), respectivamente**.

De igual forma, los indicadores relativos a la demanda turística extranjera evidenciaron una corrección en el 3T13, aunque no tan acentuada como para cerrar el trimestre en negativo. **La vuelta al crecimiento en Europa, junto con las tensiones políticas en los países competidores del este del Mediterráneo, siguieron dando lugar a incrementos de los flujos de turistas extranjeros hacia España**. Septiembre cerró un trimestre con un nuevo récord en la entrada de visitantes en frontera (22,7 millones de visitantes, el 3,9% más que en 2012) con lo que el **consumo de no residentes en el territorio nacional aumentó el 0,7% t/t tras el 4,2% del 2T13** (véase el Gráfico 19).

Por lo tanto, la información coyuntural disponible a cierre de este informe adelanta una desaceleración de las exportaciones de servicios y una contracción de las de bienes, lo que se traduciría en un **retroceso del -0,3% t/t (2,3% a/a) de las exportaciones totales durante el 3T13**.

Gráfico 18

España: productos con mayor peso en las exportaciones reales

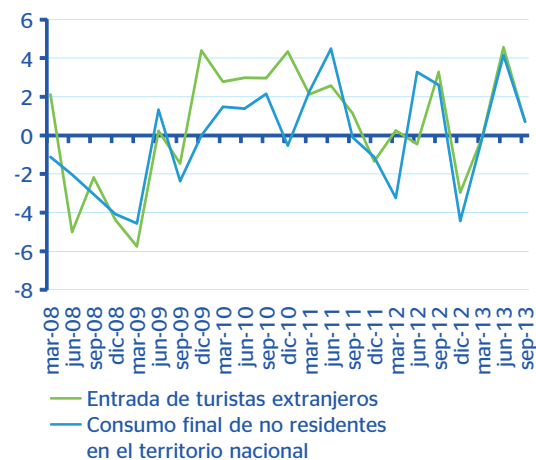


Nota: clasificación CNPAE.

Fuente: BBVA Research a partir de AEAT

Gráfico 19

España: indicadores de exportación de servicios turísticos (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Frontur

7: De un total de 67 productos, los 20 con mayor peso concentraron el 73% de las exportaciones reales de bienes en el primer semestre del año.

El elevado ritmo de expansión de las exportaciones y el menor deterioro de la demanda interna ejercieron de palanca en el crecimiento de las importaciones totales en 2T13 (+5,9% t/t). Sin embargo, la desaceleración esperada de las exportaciones **en el tercer trimestre se habría traducido en una caída de las importaciones en torno al -1,3% t/t (-2,7% a/a), liderada por el segmento de bienes (-1,6% t/t y -3,2% a/a)**. Así, los indicadores parciales de coyuntura vuelven a adelantar una **contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento en el 3T13, si bien con una composición menos virtuosa que en ocasiones anteriores**. La dinámica de las variables del sector exterior habría ayudado a consolidar el superávit de la balanza por cuenta corriente que, en el acumulado a doce meses, se habría situado en terreno positivo por segundo trimestre consecutivo.

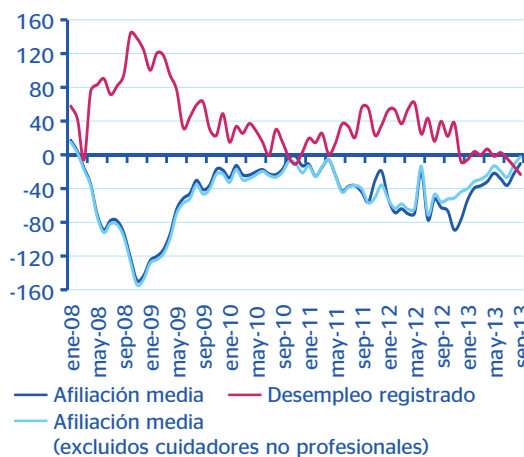
### Mercado laboral: el paro disminuye pero todavía no se crea empleo

Los registros del tercer trimestre muestran que el mercado de trabajo se aproxima, aunque lentamente, a un punto de inflexión. Así, la afiliación media a la Seguridad Social cayó el 0,3% t/t CVEC entre julio y septiembre (-0,5% t/t si se incluye la pérdida de cuidadores no profesionales<sup>8</sup>), una décima menos que en el 2T13. Por su parte, el desempleo registrado se redujo el 0,4% t/t CVEC tras 25 trimestres consecutivos de aumentos, lo que unido a la disminución de los demandantes de empleo no ocupados (DENOS)<sup>9</sup> sugería una nueva contracción de la población activa (véase el Gráfico 20).

En líneas generales, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 3T13 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro. El aumento estacional de la ocupación (+39.400 personas,-44.300 CVEC) se vio acompañado por una nueva disminución de la población activa (-33.300 personas,-51.900 CVEC), lo que provocó una reducción de la tasa de paro de 0,3pp hasta el 26,0% (26,4% CVEC). **El incremento del número de asalariados del sector privado (35.700 miles de personas) y de los trabajadores por cuenta propia (16.300), compensó la destrucción de empleo en el sector público (-12.600)**. Mientras que la contratación indefinida se redujo en 146.300 asalariados, la temporal creció en 169.500. En consecuencia, la tasa de temporalidad aumentó 1,2 pp hasta el 24,3% (23,6% CVEC) (véase el Gráfico 21).

Gráfico 20

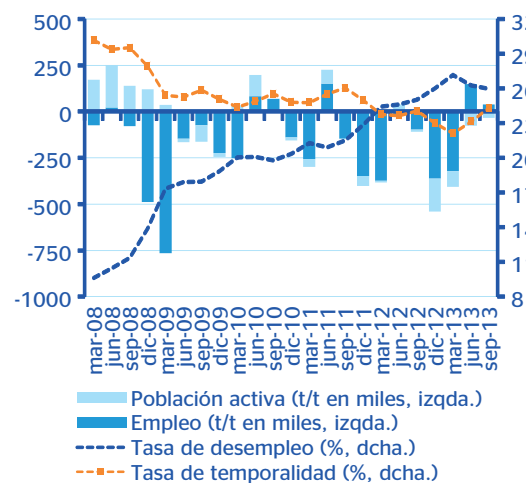
**España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (Var. mensual en miles de personas, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 21

**España: indicadores del mercado laboral**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

8: El Real Decreto-Ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad modificó los convenios especiales existentes en el Sistema de la Seguridad Social de los cuidadores no profesionales de las personas en situación de dependencia. En concreto, los suscriptores del convenio -que pasa a tener carácter voluntario- estarán obligados a abonar la cotización a la Seguridad Social desde el 31 de agosto (el 85% hasta el 31 de diciembre y el 100% en adelante). Este hecho ha provocado una pérdida de más de 150.000 afiliados desde el mes de noviembre del pasado año.

9: Además de los parados registrados, los DENOS incluyen otros colectivos (demandantes de empleo coyuntural, de una jornada inferior a 20 horas, estudiantes, demandantes de servicios previos al empleo y trabajadores eventuales agrarios subsidiados) susceptibles de ser clasificados como desempleados en la Encuesta de Población Activa.

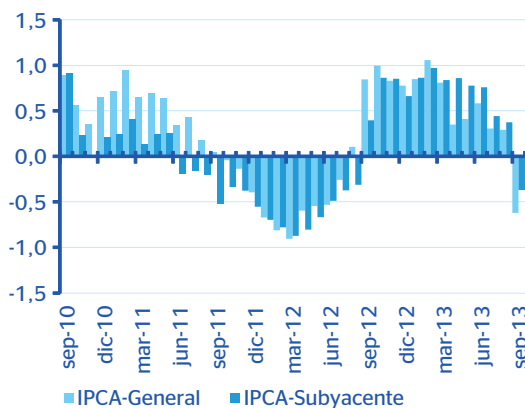
## Los precios al consumo se moderan más de lo esperado y facilitan la contención salarial

Durante el tercer trimestre del año tanto la inflación general como la subyacente se redujeron hasta alcanzar en septiembre el 0,3% y el 0,8% a/a, respectivamente<sup>10</sup>. Dicha evolución se correspondió, principalmente, con el agotamiento de los efectos base generados en la parte central de 2012 provocados por el incremento de los impuestos indirectos, los precios regulados y el coste energético. También habría contribuido a esta dinámica la corrección a la baja en los precios de los alimentos que, en el caso de los no elaborados, se saldó con una caída del 4,0% m/m al cierre del trimestre.

Con todo, los registros del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) señalan que durante el 3T13 el diferencial de inflación respecto a la zona euro habría vuelto a situarse en posición favorable a España: en términos de la inflación general, el diferencial se habría reducido hasta los -0,6 pp en septiembre, mientras que en términos del componente subyacente lo habría hecho hasta los -0,4 pp frente a una media histórica de +0,8 pp en ambos casos (véase el Gráfico 22). Así, los datos del 3T13 confirmaron que el diferencial desfavorable a España registrado durante el último año no suponía una pérdida directa de competitividad de las exportaciones dado que, en gran parte, estaba causado por las distorsiones impositivas.

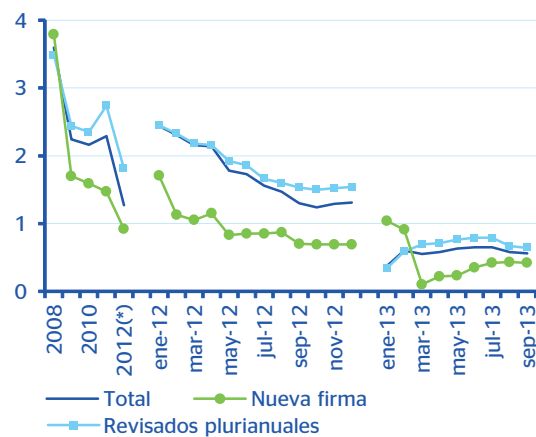
La ralentización de la inflación y la debilidad del mercado de trabajo han contribuido a moderar las demandas salariales durante el tercer trimestre<sup>11</sup>. Al respecto, el crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo aumentó en torno al 0,6% a/a entre julio y septiembre, en línea con la cifra establecida como límite máximo en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva para el conjunto del 2013 (véase el Gráfico 23).

Gráfico 22  
España-UEM: diferencial de inflación (pp de la tasa interanual)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Gráfico 23  
España: crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo (% a/a)



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

(\*) Datos provisionales.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

10: El indicador adelantado del IPC de octubre señala que la inflación general se redujo en octubre (-0,1% a/a) debido, principalmente, al agotamiento del efecto base del aumento de las tasas universitarias y los precios de la energía hace un año, así como la bajada de los precios de los alimentos. Véase: [http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/131030\\_IPCA\\_oct13\\_e\\_tcm346-407420.pdf?ts=31102013](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/131030_IPCA_oct13_e_tcm346-407420.pdf?ts=31102013)  
11: En el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2013 se muestra como la moderación salarial observada a lo largo del pasado año contribuyó a atenuar la caída de la ocupación. Véase: [http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1305\\_Situacionespana\\_tcm346-385826.pdf?ts=1972013](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1305_Situacionespana_tcm346-385826.pdf?ts=1972013)



## Escenario 2013-2014: vuelve el crecimiento sostenido, aunque será moderado

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, los fundamentos de la economía española permitieron su **retorno a la fase expansiva del ciclo durante el 3T13 y adelantan su continuidad durante los próximos trimestres**. En todo caso, el ritmo de crecimiento sería todavía **insuficiente para evitar que 2013 se salde con una disminución del PIB en torno al -1,3%**, 0,1 pp menor a la esperada hace tres meses. **En 2014 la actividad crecerá el 0,9%** (véase el Cuadro 1), dada la mejora prevista del entorno internacional, el menor tono contractivo de la política fiscal y el grado de avance de algunos de los procesos de ajuste internos. Si bien estas cifras no suponen cambios significativos respecto a las previsiones de crecimiento adelantadas en agosto, cabe notar que incorporan una ligera revisión a la baja de la demanda externa neta (consecuencia del menor crecimiento global previsto) y al alza de la demanda doméstica (resultado de la menor debilidad que durante 2013 han mostrado sus componentes). Con todo, se mantiene el diagnóstico sobre la evolución subyacente de la economía española: la recesión ha tocado fondo en 2013, dando paso en 2014 a un patrón clásico de recuperación de la actividad (véase el Recuadro 1).

**La heterogeneidad en las previsiones de crecimiento regional se mantendrá**, siendo la exposición a la demanda externa, el ritmo de corrección de los desequilibrios estructurales y el ajuste presupuestario los elementos que subyacen a las diferencias entre comunidades autónomas (véase la Sección 5).

En todo caso, **la recuperación prevista en este escenario sigue estando supeditada a varios factores**. En primer lugar, **al proceso de reformas estructurales y al ajuste fiscal** tanto en Europa como en España. En segundo lugar, **al ritmo de expansión de las economías emergentes**, que paulatinamente han aumentado su importancia en los mercados de exportación de la economía española. Finalmente, a la reducción de la incertidumbre sobre el curso de la política fiscal en los EE.UU. en el largo plazo, así como a la hoja de ruta que se adoptará en dicho país para la retirada de los estímulos monetarios extraordinarios.

Cuadro 1

### España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13 (e)	2012	2013 (p)	2014 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	-2,6	-3,4	-3,3	-3,9	-4,0	-3,0	-1,8	-3,3	-2,3	-0,3
G.C.F. Privado	-1,8	-3,1	-2,8	-3,5	-4,2	-3,1	-2,4	-2,8	-2,6	0,1
G.C.F. Hogares	-1,8	-3,1	-2,8	-3,6	-4,3	-3,2	-2,4	-2,8	-2,6	0,1
G.C.F. AA.PP	-4,9	-4,4	-4,9	-5,0	-3,3	-2,4	-0,2	-4,8	-1,7	-1,6
Formación Bruta de Capital	-6,2	-6,8	-7,2	-7,3	-7,2	-6,3	-7,1	-6,9	-6,3	0,6
Formación Bruta de Capital Fijo	-6,0	-6,9	-7,5	-7,7	-7,5	-6,4	-7,2	-7,0	-6,4	0,7
Activos Fijos Materiales	-6,8	-7,6	-8,6	-8,3	-8,2	-6,7	-7,3	-7,8	-6,9	0,4
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-2,9	-4,3	-3,8	-4,8	-4,1	0,4	0,7	-3,9	1,0	6,5
Equipo y Maquinaria	-2,9	-4,3	-3,7	-4,7	-4,2	0,4	0,9	-3,9	1,1	6,5
Construcción	-8,6	-9,3	-10,9	-10,0	-10,2	-10,5	-11,6	-9,7	-11,0	-3,2
Vivienda	-7,8	-8,1	-9,2	-9,7	-9,4	-8,6	-9,3	-8,7	-9,0	-0,7
Otros edificios y Otras Construcciones	-9,4	-10,3	-12,4	-10,4	-10,9	-12,0	-13,5	-10,6	-12,6	-5,3
Variación de existencias (*)	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-3,4	-4,2	-4,2	-4,7	-4,6	-3,6	-2,9	-4,1	-3,1	-0,1
Exportaciones	0,1	0,5	3,3	4,4	3,6	9,2	2,3	2,1	4,6	6,3
Importaciones	-6,9	-7,7	-4,6	-3,5	-4,8	3,1	-2,7	-5,7	-1,0	3,4
Saldo exterior (*)	2,2	2,6	2,5	2,6	2,6	2,0	1,7	2,5	1,8	1,1
PIB real pm	-1,2	-1,6	-1,7	-2,1	-2,0	-1,6	-1,2	-1,6	-1,3	0,9
PIB nominal pm	-1,3	-1,7	-1,5	-2,1	-1,1	-1,0	-0,4	-1,7	-0,4	1,8
<b>Pro-memoria</b>										
PIB sin inversión en vivienda	-0,8	-1,2	-1,2	-1,6	-1,6	-1,3	-0,8	-1,2	-0,9	1,0
PIB sin construcción	-0,1	-0,5	-0,3	-0,9	-0,9	-0,5	0,1	-0,4	0,0	1,4
Empleo total (EPA)	-4,0	-4,8	-4,6	-4,8	-4,6	-3,6	-2,9	-4,5	-3,1	0,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	24,4	24,6	25,0	26,0	27,2	26,3	26,0	25,0	26,3	25,6
Empleo total (e.t.c.)	-4,3	-5,1	-4,7	-5,0	-4,5	-3,8	-3,3	-4,8	-3,3	-0,1
IPC (media período)	2,0	2,0	2,8	3,1	2,6	1,7	1,2	2,4	1,5	1,1

(\*) Contribuciones al crecimiento. (e): estimación; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

## La demanda externa continuará liderando el crecimiento mientras que la interna dejará de contribuir negativamente

En el ámbito doméstico, **se espera que la consolidación fiscal continúe drenando crecimiento en 2013 y, en menor medida, en 2014**. A pesar de que el ajuste estructural de las finanzas públicas sigue siendo notable, el impacto de la posición cíclica sobre los ingresos y gastos de las AA.PP. y el todavía elevado coste de financiación de la deuda hacen que el esfuerzo fiscal pendiente sea aún significativo (véase la Sección 4). Así, y a la luz de la ejecución presupuestaria observada durante los primeros nueve meses del año y de las medidas contempladas por el Gobierno en el borrador de Presupuestos Generales del Estado para 2014 (PGE 2014)<sup>12</sup>, se prevé que el consumo público real caiga el 1,7% en 2013 y el 1,6% en 2014. Por lo tanto, gran parte del esfuerzo de consolidación continuará concentrándose, previsiblemente, en el recorte de la inversión, lo que dará lugar a una disminución de la inversión en construcción no residencial en torno al -12,6% en 2013 y al -5,3% en 2014.

Una parte del mejor comportamiento de la demanda interna durante el primer semestre del año se debió a una reducción del gasto público algo menor de la esperada. Por lo tanto, si el Gobierno mantiene su intención de reducir el déficit público a niveles alrededor del 6,5% del PIB deberá llevarse a cabo una aceleración del ajuste durante la segunda parte del año. En todo caso, **el impacto negativo de dicha reducción del gasto, podría ser compensado por dos factores**. En primer lugar, durante los últimos seis meses los tipos de interés que paga el soberano español han mejorado más de lo previsto. En particular, se espera que los tipos de interés a 10 años sean más de 100 pb menores en promedio que los previstos hace 6 meses (véase el Gráfico 24). Aunque el impacto positivo estaría limitado por el proceso de fragmentación financiera, el aumento de flujos de inversión detrás de dicha reducción y el incremento de la certidumbre podrían tener un efecto positivo relevante en la actividad. En segundo lugar, el Gobierno ha puesto en marcha un nuevo Plan de Pago a Proveedores, lo que significará una inyección de liquidez de algo menos de un 1% del PIB. Esto podría tener un impacto positivo sobre las perspectivas de crecimiento durante los próximos 12 meses de entre 2 y 3 décimas del PIB (véase el Gráfico 25)<sup>13</sup>.

A pesar de los avances registrados durante el segundo semestre, **el consumo privado retrocederá en torno al 2,6% en el 2013** debido a los efectos contractivos causados por el aumento de la imposición indirecta el pasado año y el deterioro de la renta disponible de los hogares. **En el 2014, el gasto en consumo crecerá en torno al 0,1%** por la mejora de sus fundamentos. Así, el cambio de ciclo en el mercado de trabajo provocará que las repercusiones negativas de la destrucción de empleo sobre el componente salarial de la renta bruta disponible desaparezcan el año próximo. Asimismo, las repercusiones negativas del incremento del IVA sobre el crecimiento del consumo se habrían agotado. Por su parte, el aumento esperado de la riqueza financiera neta, el mantenimiento de la tasa de ahorro de los hogares en niveles históricamente reducidos<sup>14</sup>, la ausencia de presiones inflacionistas de demanda y la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan inalterados suavizarán la contracción esperada del consumo privado.

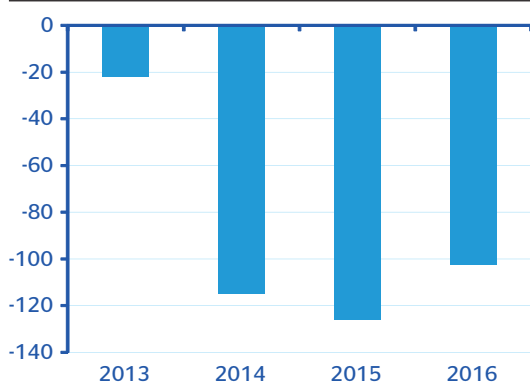
12: Remitido a las Cortes Generales el 30 de septiembre de 2013. Disponible en <http://www.sepg.pap.minhap.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/ProyectoPGE/Paginas/ProyectoPGE2014.aspx>

13: El impacto que tendría el nuevo plan de pago a proveedores sobre la actividad dependerá de la propensión a gastar que tengan los beneficiarios del programa. Consecuentemente, se han simulado los resultados para economía española a través del modelo REMS, teniendo en cuenta distintos supuestos sobre el porcentaje de i) deudas contraídas con la administración que ya hayan sido descontadas y ii) de agentes restringidos por liquidez (y por lo tanto, dispuestos a gastar de manera inmediata cualquier inyección de liquidez). Para los detalles del modelo véase Boscá, José E., Rafael Doménech, Javier Ferri and Juan Varela, *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*, Palgrave Macmillan, 2011.

14: Véase el Recuadro 2 de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre del 2013 para un análisis detallado de los determinantes de la tasa de ahorro de los hogares en España durante las últimas cuatro décadas.

Gráfico 24

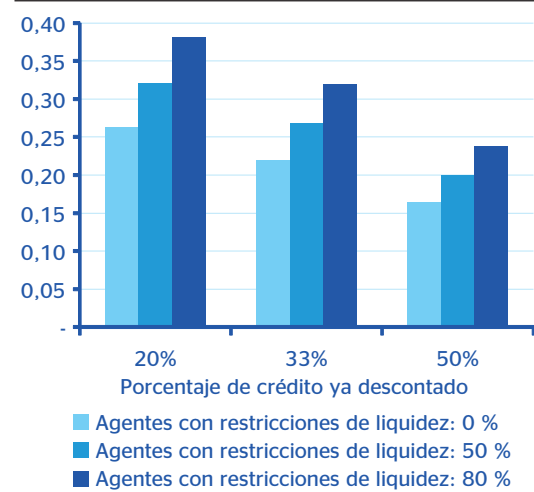
**España: rentabilidad del bono a 10 años (diferencia respecto a la previsión de hace 6 meses en pp)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 25

**España: impacto en el PIB del Plan de Pago a Proveedores (pp)**



Fuente: BBVA Research

A pesar de que el coste de financiación ha permanecido en cotas elevadas, los datos hasta la fecha de cierre de este informe permiten confirmar que, efectivamente, **2013 ha sido el año de transición para la inversión en maquinaria y equipo**. De hecho, la menor debilidad de la demanda interna, la solidez de las exportaciones y, sobre todo, la evidencia plasmada en la reciente revisión de la CNTR, sesgan al alza la **previsión de esta partida de la demanda para el conjunto de 2013 hasta el 1,1% a/a**. Este cambio de tendencia se consolidará el próximo año gracias al mantenimiento del buen tono de las exportaciones y a la recuperación de la demanda doméstica, que tras varios años de caídas, retornará a la senda del crecimiento. Así, **se espera que la inversión en maquinaria y equipo experimente un crecimiento del 6,5% a/a en 2014**.

En cuanto a la inversión en vivienda, las perspectivas son menos halagüeñas. **El proceso de ajuste de la actividad constructora iniciado seis años atrás continúa, aunque a ritmo inferior** al del pasado reciente y de manera heterogénea desde el punto de vista geográfico. Mientras hay regiones donde los visados de iniciación de obra nueva siguen reduciéndose de manera importante, en otras comienza a vislumbrarse un cambio de tendencia. Este es el caso de la Comunidad Valenciana, la Región de Murcia y Canarias que, teniendo un mayor problema de sobreoferta de vivienda nueva sin vender, están comenzando a dar señales de recuperación de la actividad constructora. Dos podrían ser los factores que estarían detrás de este cambio de tendencia: en primer lugar, un ajuste más rápido de la oferta<sup>15</sup> y, en segundo lugar, el crecimiento de la demanda de vivienda de ciudadanos extranjeros –en la C. Valenciana y en Murcia en el 2T13 las compras de extranjeros crecieron al 35% a/a y al 50% a/a, respectivamente. Sin embargo, en otras regiones el ajuste de la oferta sigue siendo intenso. Por su parte, las ventas finalizarán el año con un deterioro en torno al 20% a/a debido a la debilidad de la demanda doméstica. En consecuencia, **se espera que 2013 cierre con una nueva contracción de la inversión en vivienda de alrededor del 9,0% a/a**.

Durante el próximo año podría concluirse el ajuste de la actividad constructora, aunque esta se mantendrá débil y su recuperación será lenta, por lo que se espera que **durante 2014 la inversión residencial se mantenga prácticamente estancada en términos interanuales**.

Con respecto a las expectativas sobre las exportaciones, la **salida de la recesión de la eurozona compensaría la desaceleración de algunas economías emergentes, lo que propiciaría un aumento de las ventas al exterior del 5,4% en promedio durante el bienio 2013-2014**, en línea con las previsiones realizadas hace tres meses. A este escenario hay que añadir un riesgo:

15: Desde que los visados alcanzaron el máximo en 2005, solo tardaron tres años en reducirse más del 90%.

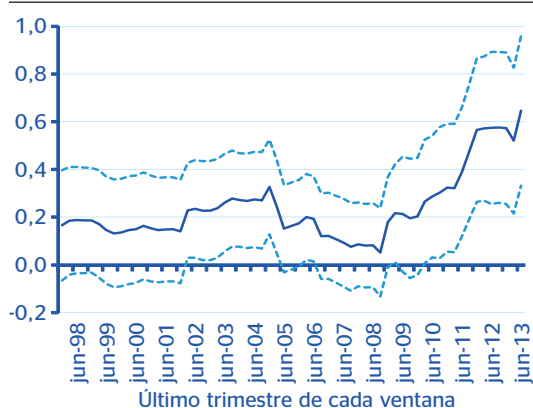
la apreciación, todavía moderada, que se observa en el tipo de cambio del euro frente al dólar (y, en general, respecto a monedas de otras economías desarrolladas y emergentes). BBVA Research espera que esta revalorización del euro sea temporal, ya que parece estar ligada a factores coyunturales que deberían desaparecer a principios del año siguiente con la resolución de ciertas incertidumbres de política económica, principalmente en los EE.UU. El carácter temporal de esta apreciación del euro y el impacto reducido que ha tenido en el pasado sobre las exportaciones<sup>16</sup> permiten esperar que su crecimiento continúe. Sin embargo, de consolidarse, la apreciación del euro afectaría a la competitividad de las empresas y al proceso de sustitución de importaciones que se está produciendo (véase el Recuadro 2).

La mejor coyuntura interna y la buena marcha exportadora sentarían las bases para el despegue de las importaciones que, en el promedio 2013-2014, aumentarían el 1,2% a/a. De esta forma, **la demanda externa neta continuaría ejerciendo de soporte al crecimiento y su composición daría lugar a superávits de la balanza por cuenta corriente en el horizonte de previsión.**

## El ajuste del mercado de trabajo toca a su fin. El empleo crecerá en la segunda mitad del 2014

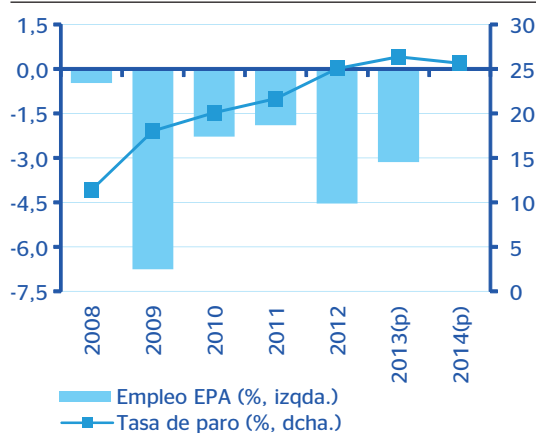
Si se mantiene la dinámica del mercado laboral observada hasta el tercer trimestre, **el 2013 cerraría con un retroceso de la ocupación del 3,1%** frente al -4,5% registrado en el 2012. Así, **la tasa de desempleo aumentaría 1,3 pp hasta el 26,3%** a pesar de la caída estimada de la población activa. La recuperación del crecimiento en 2014, el aumento de la elasticidad del empleo al PIB (véase el Gráfico 26) y la mejora de la eficiencia del mercado de trabajo inducida por la reforma laboral<sup>17</sup> provocarán un incremento de la ocupación del sector privado durante la segunda mitad del ejercicio<sup>18</sup>. En consecuencia, la economía española no destruirá empleo en el 2014, lo que facilitará la reducción de la tasa de paro (véase Gráfico 27).

Gráfico 26  
**España: elasticidad del empleo EPA al PIB (%)**



Nota: VAR en forma reducida en primeras diferencias. Ventana móvil de 72 trimestres.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 27  
**España: ocupación y tasa de desempleo (promedios anuales en %)**



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

16: Véase el Recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2012. [http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1211\\_Situacionespana\\_tcm346-360814.pdf?ts=28102013](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1211_Situacionespana_tcm346-360814.pdf?ts=28102013)

17: En el Recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012 se realizaba una evaluación de la reforma del mercado de trabajo aprobada en 2012.

18: La reforma laboral facilita el necesario reequilibrio entre el ajuste del margen extensivo (empleo) y el intensivo (horas de trabajo y remuneración) y contribuye a incrementar la productividad. Estas consecuencias, unidas al cambio de modelo productivo que está experimentando la economía española, deberían posibilitar una mayor creación de empleo y una reducción más intensa de la tasa de paro por cada punto de PIB. Más detalle en: Andrés, J., J. E. Boscá, R. Doménech y J. Ferrí: "Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both", BBVA Working Paper 10/13, Madrid. Disponible en: [http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1013\\_tcm348-221513.pdf?ts=15112011](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/WP_1013_tcm348-221513.pdf?ts=15112011)

## Las expectativas de inflación se mantienen ancladas por debajo del 2,0%

Tras el agotamiento del efecto base provocado por los cambios tributarios, el aumento de los precios regulados y el repunte de la energía en el 2S12, **se espera que la inflación continúe en niveles reducidos** -por lo menos, durante lo que resta de 2013 y el primer semestre de 2014-. Así, aunque la incertidumbre sobre la inflación importada (precios de las materias primas) es elevada, no se aprecian presiones inflacionistas de demanda. En consecuencia, se prevé que la inflación media de este año se sitúe en torno al 1,5% en 2013 y al 1,1 en 2014, **lo que contribuirá a que el diferencial medio de inflación respecto a la zona euro se cierre este año y se torne favorable a España en 2014 (-0,3 pp).**

## Recuadro 1. Hechos estilizados del ciclo económico español

En este recuadro se resumen los resultados obtenidos tras analizar los hechos estilizados del ciclo económico español desde 1980. En línea con la teoría, los resultados indican que existen agregados macroeconómicos que, efectivamente, adelantan a los puntos de inflexión del PIB: por ejemplo, las exportaciones, el excedente bruto de explotación de las empresas y la inversión, tanto en vivienda como en maquinaria y equipo. Asimismo, la recuperación en EE.UU. o Reino Unido parecen importar más para predecir un cambio de tendencia que el PIB de la UEM. Por otro lado, hay macro magnitudes cuya mayor correlación con el PIB se alcanza con un cierto retraso. Este es el caso del stock de crédito, sobre todo el de las empresas. Por el contrario, no se encuentra evidencia de que el consumo público sea un indicador adelantado de la recuperación en España y, en todo caso, parece ser fuertemente procíclico, por lo que no se observa un comportamiento estabilizador de las políticas de gasto en la economía española. Estas características del ciclo económico son consistentes con estudios anteriores y, en general, con lo que se esperaría encontrar en modelos que son utilizados en la literatura económica. En el caso de la actual recesión, varios de estos indicadores apuntan a que la economía estaría a punto de generar crecimiento. Sin embargo, otros, afectados por los desequilibrios acumulados en el período anterior a la crisis, podrían tener un comportamiento diferente al observado en el pasado, lo que haría de ésta una recuperación atípica y quizá más lenta.

### Revisión de la literatura

Kydland y Prescott (1982) y Backus, Kehoe y Kydland (1992), respectivamente, documentan las características del ciclo económico en los EE.UU. y en economías desarrolladas y abiertas, de cara a contrastar sus resultados con los que se derivan de modelos determinísticos y estocásticos de equilibrio general dinámicos. Entre sus resultados destacan el carácter contemporáneo del consumo privado, de la inversión no residencial, de las importaciones y del empleo, así como el hecho de que la inversión residencial adelante el ciclo económico. Por otro lado, las exportaciones llegarían después de la recuperación en el PIB, mientras que el consumo público no presenta correlación significativa con él.

Para España, Ortega (1998) presenta resultados utilizando datos trimestrales de 1973 a 1993<sup>19</sup>. En general, no se observan grandes diferencias respecto a lo ya discutido para EE.UU., salvo las siguientes. En primer lugar, Ortega

(1998) no dispone de una desagregación que incluya inversión residencial, aunque sus agregados de inversión son coincidentes con el PIB. En segundo lugar, el gasto en consumo público obtiene su mayor correlación con el ciclo con un año de retraso, y ésta se da con signo positivo, lo que sugiere cierta prociclicidad de la política fiscal. Finalmente, las exportaciones presentan una baja correlación con el PIB y cuando la tienen es con el signo contrario al esperado (negativo) y con retraso.

Aparte de los indicadores de la demanda agregada que tradicionalmente se incluyen en los estudios de ciclos económicos reales, en este recuadro se pone énfasis en dos factores que parecen de especial importancia para la actual recuperación en España. Por una parte, la relación de la actividad con el ahorro y la rentabilidad de las empresas, aproximada a través del excedente bruto de explotación (EBE). Por otra, el papel que juega la financiación bancaria en crear o consolidar los cambios de tendencia en la actividad económica. Respecto al primer punto, Santaeulàlia-Llopis y Ríos Rull (2010) documentan que en EE.UU. la participación de las rentas del trabajo en el PIB es contracíclica, lo que hace al EBE procíclico. Más aún, Woodford (2001) demuestra que dicha participación es una mejor medida de la presión de demanda, por lo que los bancos centrales deberían de responder a ella con cambios en tipos de interés para suavizar el ciclo. Si la regla de reacción de la política monetaria respondiese a este indicador, el excedente bruto de explotación adelantaría al ciclo económico, sobre todo en aquellas instancias donde la mayor parte de la recesión o expansión pueda ser explicada por factores de demanda.

Finalmente, la relación del stock de crédito con el ciclo económico ha sido analizada en Kollintzas et al. (1994) y Male (2012)<sup>20</sup>. En ambas publicaciones, se observa que la financiación bancaria es procíclica, pero que su correlación más elevada se produce con retraso al inicio del ciclo. En particular, este patrón sería consistente con una interacción entre crédito y producción como la propuesta por Kiyotaki y Moore (1997). Aquí, shocks exógenos que incrementaran (disminuyeran) el producto y, por lo tanto, tuvieran un impacto positivo (negativo) sobre el valor del colateral, tendrían un efecto positivo (negativo) y persistente sobre el nivel de endeudamiento. Más aún, si existe un número suficiente de individuos para los que la restricción crediticia aplica, el efecto sobre el crédito vendría con retraso al tener que producirse solo a partir de la mejora de las condiciones del colateral.

19: Para una comparación de las características cíclicas de la economía española en sus componentes de alta y de media frecuencia para el período 1951-2010, véase también Correa-López y de Blas (2012).

20: Para el análisis de la sincronía cíclica del crédito bancario, los flujos de crédito son más importantes que el stock como señalan Doménech (2013) y Biggs, Mayer y Pick (2009). Para España solo se dispone de datos de flujos brutos de crédito desde 2003 en adelante. La ausencia de información de flujos brutos para muestras amplias de países obliga a que las comparaciones internacionales suelen hacerse utilizando el crecimiento del stock de crédito.

El Servicio de Estudios  
del Grupo BBVA

Cuadro 2  
España: hechos estilizados. Muestra: total ciclo (1981-2012)

Variable X	Volatilidad relativa	Correlación cruzada del PIB anual con						
		X(t-4)	X(t-3)	X(t-2)	X(t-1)	X(t)	X(t+1)	X(t+2)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,2				0,59	0,89	0,82	0,61
G.C.F. Privado	1,3				0,70	0,94	0,79	
G.C.F. Hogares	1,3			0,32	0,70	0,94	0,78	
G.C.F. AA.PP.	1,4					0,51	0,72	0,81
Formación Bruta de Capital	4,1			0,49	0,82	0,95	0,64	
Formación Bruta de Capital Fijo	3,9			0,50	0,83	0,95	0,66	
Equipo y Activos Cultivados	4,4			0,55	0,77	0,80	0,37	
Equipo y Maquinaria	5,1			0,55	0,76	0,78	0,35	
Construcción	8,4			0,37	0,75	0,94	0,77	
Vivienda	4,1			0,62	0,86	0,88	0,59	
Otros edificios y Otras Construcciones	4,3				0,57	0,85	0,80	
Demanda nacional	1,8			0,35	0,74	0,96	0,76	
Exportaciones de bienes y servicios	2,2	0,45	0,30					
Exportaciones de bienes	2,4	0,28						
Exportaciones de servicios	2,5	0,48	0,49	0,38				
Importaciones de bienes y servicios	3,7			0,41	0,73	0,84	0,49	
Importaciones de bienes	4,0			0,43	0,72	0,81	0,42	
Importaciones de servicios	3,3				0,63	0,84	0,71	
PIB	1,0			0,38	0,77	1,00	0,76	
<b>Pro-memoria</b>								
Tasa de Paro (% Pobl. Activa)	7,4			-0,49	-0,82	-0,90	-0,55	
Empleo total (e.t.c.)	7,4	-0,37		0,35	0,74	0,98	0,79	0,45
Productividad del factor trabajo	0,6				-0,62	-0,83	-0,75	-0,53
Excedente Bruto de Explotación	1,1		0,47	0,60	0,69	0,64	0,27	
Crédito (Total)	3,9				0,40	0,69	0,81	0,71
Crédito (OSR)	3,8				0,38	0,69	0,81	0,73
Hogares	3,5				0,58	0,75	0,68	0,50
Vivienda	3,1				0,44	0,60	0,59	0,50
Otros	4,5				0,61	0,81	0,75	0,53
Consumo	4,9				0,56	0,79	0,74	0,51
Empresas	4,7					0,55	0,71	0,68
Construcción y actividades Inmobiliarias	7,9				0,30	0,56	0,69	0,69
Otras empresas	3,2					0,50	0,69	0,64

Componente cíclico. Extracción de la tendencia a partir del filtro Hodrick-Prescott con un  $\lambda=100$ .  
Fuente: BBVA Research

## Resultados: características del ciclo económico español

En el presente análisis se utilizan datos anuales desde 1980 hasta 2012. Se incluyen, por tanto, 20 años más que en Ortega (1998) al final de la muestra, pero se prescinde de los ciclos de los años 70<sup>21</sup>. El Cuadro 3 presenta, por un lado, la desviación estándar de las distintas variables de la demanda agregada comparada con la del PIB. Por otro, muestra su correlación en el período  $t$ ,  $t-1$  y  $t+1$  con el producto. Se observan varios resultados. En primer lugar, **respecto a la volatilidad de las series, destaca la elevada variabilidad del empleo**, característica del mercado laboral español y de los ineficientes mecanismos de ajuste que han predominado en él. **Asimismo, el consumo privado es más volátil que el PIB**, lo que no es común en economías como la española, con sistemas financieros relativamente desarrollados o una seguridad social pública que, en teoría, deberían contribuir a la suavización intertemporal del patrón de gasto de las familias. Las restantes variables presentan volatilidades en línea con los resultados de Kydland y Prescott (1982) para EE.UU. y de Ortega (1998) para España.

En segundo lugar, **respecto a las correlaciones con el PIB, llama la atención la anticipación de las exportaciones**. Como se observa en el Cuadro 2, el máximo de correlación de esta variable con el PIB se alcanza cuatro años antes del comienzo de una recuperación o recesión. Entre las exportaciones de bienes y las de servicios, las segundas son las que presentan la correlación más elevada. Continuando con las variables que parecen adelantar al ciclo, **el excedente bruto de explotación es la siguiente en el orden temporal**, ya que alcanza un máximo en su correlación con el PIB un año antes de la recuperación. Este resultado está en línea con lo descrito en Woodford (2001).

**Aunque la inversión residencial y en maquinaria y equipo alcanza el máximo** de correlación con el PIB de manera coincidente, la diferencia entre el coeficiente en  $t$  y en  $t-1$  no es estadísticamente significativa, lo cual sugeriría **cierto adelantamiento de estos agregados al cambio de ciclo**. La mayor parte del resto de variables presentan el máximo de su correlación con el PIB en momentos coincidentes, incluso en el caso de las importaciones, que en Ortega (1998) adelantaban el ciclo.

Algunas excepciones a lo anterior se encuentran en el stock de crédito. Así, **la financiación agregada tiene su mayor correlación con el ciclo un año después de iniciado el cambio de tendencia**. No todos los componentes del stock de crédito se comportan igual: la financiación a familias es coincidente con el PIB, mientras que la otorgada a empresas tiende a producirse con retraso.

En resumen, **los cambios de ciclo en el período  $t$  parecen adoptar el siguiente patrón:**

1. Antes del año  $t-1$ , varían las exportaciones.
2. En el año  $t-1$ , lo hacen el excedente bruto de explotación y la inversión residencial y en maquinaria y equipo.
3. En el año  $t$ , cambian la mayor parte de los restantes agregados de la economía real y algunos tipos de crédito.
4. En el año  $t+1$ , lo hace el crédito total, especialmente el destinado a las empresas.

**Otro ejercicio que se ha realizado es considerar solo las correlaciones en períodos de recuperación**. Como se puede observar en el Cuadro 3, la mayor parte de las características ya descritas se mantienen con alguna excepción. En particular, **la correlación de la inversión residencial y en maquinaria y equipo con el PIB es mayor un año antes del inicio del crecimiento del PIB**, lo que apunta a una asimetría en el comportamiento de los agregados reales dependiendo de si se entra en un ciclo expansivo o recesivo. En cualquier caso, se confirma que estos dos tipos de inversión adelantan la recuperación del PIB. Asimismo, y como en Ortega (1998), las importaciones ahora sí que anticipan el cambio de tendencia en la economía. Adicionalmente, la productividad también precede al aumento del PIB, lo que es consistente también con el incremento del excedente bruto de explotación.

21: En línea con la metodología estándar, a las series de la Contabilidad Nacional del INE se les ha quitado la tendencia mediante el filtro Hodrick-Prescott con un valor de  $\lambda=100$ , y se han utilizado las desviaciones respecto a dicha tendencia. Asimismo, se han adoptado las previsiones de BBVA Research a partir de 2013 y hasta 2020 para reducir el sesgo de final de muestra implícito al filtrado de Hodrick-Prescott.



Cuadro 3

## España: hechos estilizados. Muestra: recuperaciones cíclicas (1981-2012)

Variable X	Volatilidad relativa	Correlación cruzada del PIB anual con						
		X(t-4)	X(t-3)	X(t-2)	X(t-1)	X(t)	X(t+1)	X(t+2)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,8				0,39	0,65	0,36	
G.C.F. Privado	1,7				0,51	0,73	0,37	
G.C.F. Hogares	1,7				0,52	0,74	0,37	
G.C.F. AA.PP.	2,7					0,37		
Formación Bruta de Capital	4,9			0,32	0,71	0,58		
Formación Bruta de Capital Fijo	4,9			0,34	0,67	0,60		
Equipo y Activos Cultivados	8,8			0,55	0,78	0,51		
Equipo y Maquinaria	10,1			0,55	0,73	0,51		
Construcción	25,8				0,37	0,47		
Vivienda	4,1			0,64	0,58	0,29		
Otros edificios y Otras Construcciones	5,0					0,36		
Demanda nacional	2,2				0,54	0,70		
Exportaciones de bienes y servicios	3,7	0,65	0,51					
Exportaciones de bienes	5,1	0,63	0,41					
Exportaciones de servicios	5,4	0,55	0,55		0,45	0,42		
Importaciones de bienes y servicios	6,8				0,52	0,41		
Importaciones de bienes	7,5				0,47	0,32		
Importaciones de servicios	6,6				0,56	0,69	0,38	
PIB	1,0				0,64	1,00	0,55	
<b>Pro-memoria</b>								
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	7,9			-0,31	-0,60	-0,66		
Empleo total (e.t.c.)	7,9			0,32	0,67	0,85	0,37	
Productividad del factor trabajo	1,3				-0,57	-0,56		
Excedente Bruto de Explotación	1,1		0,47	0,60	0,69	0,64	0,27	
Crédito (Total)	6,8				0,45	0,76	0,84	0,49
Crédito (OSR)	6,7				0,41	0,74	0,85	0,50
Hogares	5,0				0,40	0,63	0,66	0,51
Vivienda	4,3	0,43				0,32	0,42	0,48
Otros	8,1				0,51	0,73	0,65	0,50
Consumo	7,0				0,50	0,74	0,53	0,43
Empresas	8,0				0,32	0,55	0,68	0,53
Construcción y actividades Inmobiliarias	14,6						0,51	0,59
Otras empresas	6,6				0,46	0,70	0,61	0,38

Componente cíclico. Extracción de la tendencia a partir del filtro Hodrick-Prescott con un  $\lambda=100$ .

Fuente: BBVA Research

**Resultados: el ciclo español comparado con el de países desarrollados**

En el Cuadro 4 se presentan los resultados de comparar el ciclo económico en España con el que se observa en siete países desarrollados y en el agregado de la UEM. Pese a su menor peso en las exportaciones españolas, **los cambios en la situación económica de países fuera de la UEM adelantan en mayor número de períodos el punto de inflexión de la economía española.** En particular,

tanto el PIB de EE.UU., como el del Reino Unido alcanzan su máxima correlación con el español un año antes de la recuperación/recesión en España. Lo anterior sería consistente con mecanismos de transmisión diferentes a los ligados a la economía real, por ejemplo a través de los mercados financieros de capital o a la mayor centralización y respuesta al ciclo de la política monetaria y fiscal que se observa en estos países respecto a la UEM.

Cuadro 4

**España: hechos estilizados. Muestra: total ciclo (1981-2012)****Correlación del PIB anual del país X con el PIB de España en t**

	X(t-2)	X(t-1)	X(t)	X(t+1)
Estados Unidos	0,67	0,65	0,49	
Japón		0,44	0,55	0,32
Reino Unido		0,80	0,67	
Alemania			0,51	0,39
Francia		0,68	0,86	0,57
Italia		0,73	0,88	0,50
Portugal		0,44	0,71	0,61
UEM12		0,61	0,88	0,62
UE15		0,72	0,90	0,55

Componente cíclico. Extracción de la tendencia a partir del filtro H-P con  $\lambda=100$ .

Fuente: BBVA Research

**Conclusiones**

En este estudio se ha elaborado un análisis de las características del ciclo español de acuerdo a una metodología bastante extendida en la literatura económica. Los resultados confirman que los cambios de ciclo en España parecen llevar un orden específico. En particular, **la recuperación comienza con un cambio de tendencia en las exportaciones. Un año antes del punto de inflexión de la economía, los crecimientos de la productividad y la moderación salarial reducen los costes laborales unitarios y aumentan el excedente bruto de explotación.** Esta mejora en la posición financiera de las empresas da paso a un **incremento en la inversión residencial y en maquinaria y equipo**, en la medida en que se va teniendo certidumbre respecto a las perspectivas de demanda y se prevé que algunas restricciones de capacidad vuelvan a operar en el medio plazo. A partir de ahí, **la mayor parte de las variables restantes presentan un comportamiento coincidente con el PIB. Sin embargo, el crédito llega con retraso al ciclo, particularmente la financiación a empresas.** Esto último podría ser el resultado de mecanismos aceleradores del ciclo con una elevada persistencia. **Adicionalmente, se observa que los cambios de tendencia en la actividad de EE.UU. y Reino Unido adelantan a los puntos de inflexión de la economía española**, lo que no sucede con el PIB del conjunto de la UEM.

**Aunque este patrón de recuperación parece estarse replicando** actualmente en la economía española, conviene resaltar que en esta ocasión existen dudas razonables sobre la capacidad de respuesta que mostrarán ciertas variables durante la recuperación. En particular, **los desequilibrios que permanecen en el sector inmobiliario y la necesidad de reducción del nivel de endeudamiento del sector privado podrían retrasar la contribución de estos agregados a la recuperación.**

**Referencias**

Backus, D., Kehoe, P. y Kydland, F. (1992), "International Real Business Cycles", *Journal of Political Economy*, 100, 745-775.

Biggs, M., T. Mayer y Pick. A. (2009), "Credit and Economic Recovery" Netherlands Central Bank, Research Department Working Paper nº 218.

Correa-López, M. y de Blas, B. (2012). "International Transmission of Medium-Term Technology Cycles: Evidence from Spain as a Recipient Country". *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 12(1), Topics.

Domenech, R. (2013), "Comments on «Assessing Policies to Revive Credit Markets»". BBVA Research. <http://goo.gl/Rd6Uuv>.

Kiyotaki, N, y Moore, J., (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105, 211-248.

Kocherlakota, N., (2000), Creating business cycles through credit constraints, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, Summer 2000.

Kollintzas, T., Konstantakopoulou, I., y Tsonas, E., (2011), "Stylized facts of money and credit over the business cycles", *Applied Financial Economics*, 21, 1735-1755.

Kydland, F. E. and Prescott, E.C. (1982), "Time to Build and Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, 50, 1345-1370.

Male, R. (2010), "Developing Country Business Cycles: Revisiting the Stylised Facts", Queen Mary School of Economics and Finance Working Paper, 664.

Ortega, E. (1998), "The Spanish Business Cycle and its Relationship to Europe", Banco de España, Documento de Trabajo No. 9819.

Santaeulàlia-Llopis, R. y Ríos-Rull, J. V. (2010), "Redistributive Shocks and Productivity Shocks", *Journal of Monetary Economics*, 57(8), pp. 931-948.

Woodford, M. (2001), "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy," *American Economic Review*, 91(2), 232-237.

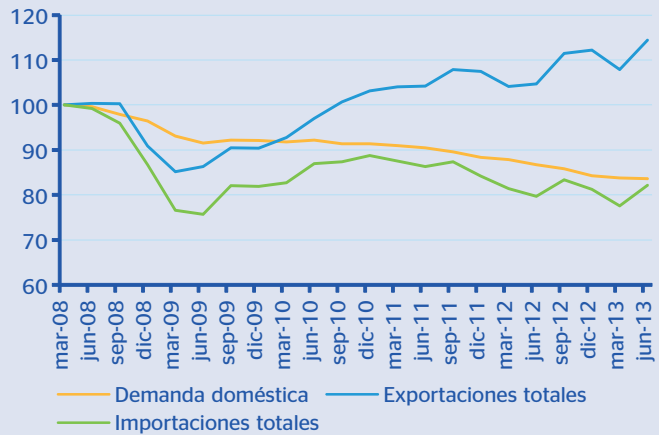
## Recuadro 2. Sustitución de importaciones por producción doméstica durante la crisis: evidencia preliminar

Este recuadro explora los factores que subyacen a la elevada contracción de las importaciones en España durante la crisis y, en concreto, investiga si parte de esa contracción se debe a un efecto sustitución de las importaciones por producción doméstica. Desde el estallido de la crisis económica en 2008, las importaciones en España han disminuido a un ritmo interanual promedio del -3,4%, cifra que en 2T13 situaba las importaciones 17,9 pp por debajo de su nivel precrisis (véase el Gráfico 28). Desde un enfoque de demanda, la contracción de las importaciones podría estar explicada por la caída de los distintos componentes de la demanda final que, a excepción de las exportaciones, no han logrado recuperar sus niveles de actividad precrisis, y por el posible efecto sustitución de las importaciones por bienes y servicios producidos en España. **La presencia del efecto sustitución, unido al dinamismo exportador de la economía española, reforzaría el proceso de reasignación de recursos hacia una nueva estructura productiva** capaz de generar superávits de la balanza por cuenta corriente de forma sostenida<sup>22</sup>.

De cara a evaluar la relevancia del efecto sustitución se ha estimado una ecuación de demanda de importaciones para el período 1986-2013. Dada la dependencia energética de la economía española y, por lo tanto, su escaso margen de respuesta ante variaciones en los precios de la energía, la estimación se circunscribe a las importaciones de bienes y servicios no energéticos. En este contexto, **la sustitución de importaciones puede ser propiciada por tres factores: la ganancia de competitividad-precio de los bienes y servicios domésticos frente a los importados, el aumento de la sensibilidad de la demanda doméstica al precio relativo de las importaciones, y la disminución de la propensión marginal a importar de la economía.** La evolución de estos tres factores, en conjunción con el efecto renta generado por el comportamiento de la demanda final, conforman los ingredientes necesarios para explicar la variación de las importaciones en el período analizado.

Gráfico 28

España: demanda doméstica, exportaciones e importaciones, 1T08-2T13 (1T08=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

### Metodología de estimación

La función de demanda de importaciones no energéticas estimada en este trabajo se basa en el análisis de cointegración. En líneas generales, esta aproximación metodológica se asienta en la modelización simultánea de la relación de equilibrio entre la variable de estudio y sus fundamentales (largo plazo) y un mecanismo de corrección de las desviaciones respecto a dicho equilibrio (corto plazo), tal y como se recoge a continuación:

$$m_t = \alpha df_t + \beta pr_t + \varepsilon_t$$

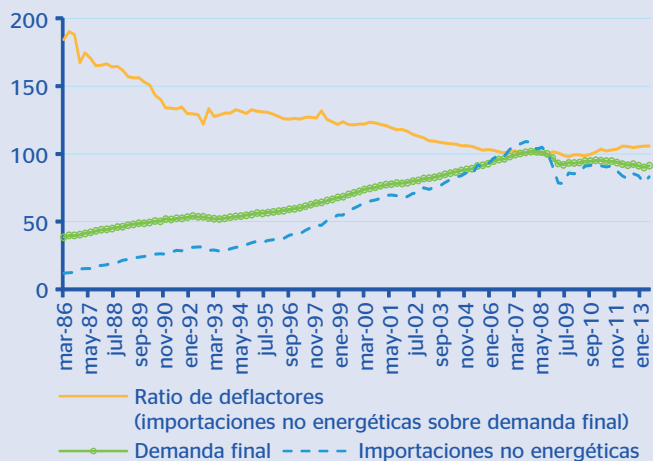
$$\Delta m_t = a \Delta df_t + b \Delta pr_t + \varphi \varepsilon_{t-1} + v_t$$

donde,  $m_t$ ,  $df_t$  y  $pr_t$  denotan los logaritmos de, respectivamente, las importaciones no energéticas, la demanda final y el precio de las importaciones no energéticas relativo al deflactor de la demanda final (véase el Gráfico 29). La propensión marginal a importar y la elasticidad de sustitución de las importaciones vienen dadas por los parámetros  $\alpha$  y  $\beta$  en el largo plazo, y  $a$  y  $b$  en el corto plazo. El término  $\varepsilon_t$  representa la desviación observada respecto al equilibrio, que se corrige en  $1/\varphi$  periodos. Finalmente,  $v_t$  representa la innovación en el proceso estocástico de las importaciones, que es independiente e idénticamente distribuida, con media cero y varianza constante.

22: Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de la balanza por cuenta corriente en España, véase el Observatorio Económico "Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España" disponible en: [http://www.bbva.com/bbva-research.com/KETD/fbin/mult/131028\\_Observatorio\\_Cuenta\\_Corriente\\_Espa\\_a\\_Esp\\_tcm346-407130.pdf?ts=31102013](http://www.bbva.com/bbva-research.com/KETD/fbin/mult/131028_Observatorio_Cuenta_Corriente_Espa_a_Esp_tcm346-407130.pdf?ts=31102013)

Gráfico 29

**España: importaciones no energéticas, demanda final y precio relativo de las importaciones no energéticas, 1T86-2T13 (2008=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y AEAT

El presente análisis se diferencia en dos aspectos de los estudios empíricos que han abordado la misma cuestión en España<sup>23</sup>. En primer lugar, se amplía el ámbito temporal. Se analiza el comportamiento de la demanda de importaciones no energéticas desde la entrada en vigor del Tratado de Adhesión a la Comunidad Económica Europea (en el primer trimestre de 1986) hasta el segundo trimestre del 2013, momento en el cual la economía española se dispone a entrar en una nueva fase expansiva del ciclo económico. En segundo lugar, se explora la existencia de cambios de régimen en la demanda de importaciones -tanto en la relación de largo plazo como en el mecanismo de ajuste de corto plazo. En el caso de la economía española, este enfoque se justifica dado el creciente grado de apertura al comercio internacional y los cambios institucionales que se han experimentado durante las últimas décadas (por ejemplo, la entrada en la unión económica y monetaria).

La especificación del modelo de cointegración con cambios de régimen viene dada por:

$$m_t = \alpha_r df_t + \beta_r pr_t + \varepsilon_t, \forall t \in r$$

$$\Delta m_t = a_r \Delta df_t + b_r \Delta pr_t + \varphi_r \varepsilon_{t-1} + v_t, \forall t \in r$$

donde los subíndices  $r=1, \dots, R$  representan los distintos regímenes de la demanda de importaciones no energéticas. Esta extensión, además de reducir la

probabilidad de rechazar erróneamente la existencia de cointegración<sup>24</sup>, permite descomponer el cambio entre regímenes de la variable de estudio en los cuatro factores descritos en la introducción. En concreto, la variación de las importaciones de largo plazo desde el comienzo de un régimen hasta su final se puede expresar como la suma de los siguientes componentes:

- Efecto renta:  $\alpha_r \frac{\partial df_t}{\partial r}$
- Efecto sustitución:
  - vía competitividad-precio:  $\beta_r \frac{\partial pr_t}{\partial r}$
  - vía propensión marginal a importar:  $df_t \frac{\partial \alpha_r}{\partial r}$
  - vía elasticidad de sustitución:  $pr_t \frac{\partial \beta_r}{\partial r}$

**Resultados**

Los contrastes de hipótesis señalan la existencia de tres cambios de régimen en la demanda de importaciones no energéticas de largo plazo (véase el Anexo 1):

- en el primer trimestre de 1990,
- en el segundo trimestre de 1998, y
- en el tercer trimestre de 2008

Sin embargo, los parámetros de la ecuación de corto plazo parecen estables, es decir, no se detectan cambios de régimen en el mecanismo de ajuste al equilibrio.

En el Cuadro 5 se muestran tres estimaciones de la ecuación de demanda de importaciones. La columna (1) recoge los resultados de la ecuación de cointegración cuando no se tiene en cuenta la existencia de cambios de régimen; las estimaciones de las columnas (2) y (3) incorporan los cambios de régimen. La especificación de la columna (3), que corrige las observaciones atípicas detectadas en la muestra, es la preferida. Como se puede observar, todos los resultados evidencian una mayor respuesta de las importaciones a la demanda final (propensión marginal a importar) que a los precios relativos (elasticidad de sustitución), tanto en el corto como en el largo plazo, en línea con los resultados disponibles en la literatura. Igualmente, el mecanismo de corrección de las desviaciones respecto al equilibrio de largo plazo exhibe una velocidad de ajuste consistente con la evidencia<sup>25</sup>.

23: Véase, por ejemplo, Buisán y Gordo (1994), Mauleón y Sastre (1994), García y Gordo (1998), y García et al. (2009). Para un análisis enfocado en el contenido importador de las diferentes ramas de actividad en España, véase Cabrero Bravo y Tiana Álvarez (2012).

24: Véase Gregory, Nason y Watt (1996) y Gregory y Hansen (1996).

25: En el período 1980-2006, García et al. (2009) estiman una velocidad de ajuste para las importaciones de bienes del -0,44 y para las importaciones de servicios del -0,18.

Además, los resultados de la columna (3) revelan una pauta de comportamiento en todos los cambios de régimen: **aumentos (caídas) en la propensión marginal a importar vienen acompañados de incrementos (disminuciones) en la elasticidad de sustitución de las importaciones.** Aunque el cambio más abrupto en estas elasticidades se

produce en el tercer trimestre de 1998 -dos trimestres antes de que el euro reemplazara al ECU- **en la crisis actual se ha observado un aumento de la sensibilidad de las importaciones tanto a la demanda final como a los precios relativos.**

Cuadro 5

**España: estimaciones de la función de demanda de importaciones no energéticas, 1986-2013**

	(1)	(2)	(3)
<b>Ecuación de largo plazo</b>			
Propensión marginal a importar	1,691 (0,040)***		
Régimen I: 1T86-3T90		1,986 (0,057)***	1,986 (0,057)***
Régimen II: 4T90-2T98		2,316 (0,031)***	2,316 (0,031)***
Régimen III: 3T98-3T08		1,419 (0,029)***	1,419 (0,029)***
Régimen IV: 4T08-2T13		1,420 (0,186)***	1,527 (0,155)***
Elasticidad de sustitución	-0,676 (0,035)***		
Régimen I: 1T86-3T90		-0,903 (0,042)***	-0,903 (0,042)***
Régimen II: 4T90-2T98		-1,189 (0,026)***	-1,189 (0,026)***
Régimen III: 3T98-3T08		-0,409 (0,028)***	-0,409 (0,028)***
Régimen IV: 4T08-2T13		-0,430 (0,179)**	-0,532 (0,150)***
Cambio transitorio en 1T09 (Corrección de atípicos)			-0,126 (0,017)***
<b>Ecuación de corto plazo</b>			
Constante	-0,005 (0,004)	-0,003 (0,003)	-0,003 (0,003)
Propensión marginal a importar	2,595 (0,432)***	2,376 (0,207)***	2,364 (0,208)***
Elasticidad de sustitución	-0,400 (0,256)	-0,371 (0,161)**	-0,415 (0,161)**
Mecanismo de corrección de error	-0,125 (0,028)***	-0,343 (0,083)***	-0,368 (0,092)***
Periodo muestral	1T86-2T13	1T86-2T13	1T86-2T13
Estadístico de máxima verosimilitud	248,817	249,911	250,362
Estadístico F de significatividad conjunta	55,206	57,035	57,801
Estadístico Durbin-Watson	2,3860	2,050	2,050
Desviación típica residual	0,066	0,065	0,065

Notas: Errores estándar entre paréntesis.

\*\*\*, \*\*, \* indican que los estadísticos son significativos al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Fuente: BBVA Research

Finalmente, el Cuadro 6 muestra la descomposición del cambio en las importaciones entre regímenes. Como se puede observar, en todos los subperíodos, **más del 50% de la variación de las importaciones se explica por el comportamiento de la demanda final**; si bien la contribución del efecto renta alcanza su mínimo histórico en el período de crisis, al explicar el 58% de la caída de las importaciones<sup>26</sup>. **El análisis también revela un efecto sustitución relevante y liderado por las pérdidas de competitividad-precio en todos los regímenes con**

**excepción del episodio de crisis**, cuando se registran ganancias de competitividad-precio de los productos domésticos por primera vez en más de dos décadas. **El efecto sustitución propiciado por las ganancias de competitividad precio durante la crisis se ve claramente reforzado por una demanda de importaciones más elástica al precio relativo**. En contrapartida, la crisis da lugar a un aumento de la propensión marginal a importar. En su conjunto, **el efecto sustitución explica el 42% de la caída de las importaciones entre 2008 y 2012**.

Cuadro 6

**España: descomposición de la variación de las importaciones no energéticas en sus determinantes de largo plazo (pp de la tasa media de crecimiento trimestral)**

Régimen	Importaciones Variación observada (1)	Importaciones Variación ajustada (LP) (2) =(3)+(4)	Componentes:				
			Efecto renta		Efecto sustitución		
			Variación de la demanda final (3)	Total (4) = (5)+(6)+(7)	Variación de los precios relativos (competitividad) (5)	Cambio en la propensión marginal a importar (6)	Cambio en la elasticidad e sustitución (7)
I: 1T86 -3T90	4,31	4,30	2,95	1,35	1,35	0,00	0,00
II: 3T90-2T98	2,12	2,01	1,98	0,03	0,43	4,16	-4,56
III: 3T98-3T08	1,68	1,74	1,46	0,28	0,24	-9,15	9,19
IV: 4T08-2T13	-1,02	-1,27	-0,73	-0,53	-0,18	2,61	-2,96

Notas: LP: largo plazo.

Los resultados que se muestran corresponden a la especificación que corrige datos atípicos. Los resultados para la especificación que no los incluye son cualitativamente similares y están a disposición del lector bajo petición.

Fuente: BBVA Research

### Factores subyacentes a los cambios de régimen en la demanda de importaciones

En el apartado anterior se ha expuesto la evidencia sobre la existencia de varios regímenes de cointegración en la función de demanda de importaciones no energéticas en España. Entre otros resultados, se ha ilustrado cómo el último cambio de régimen se inicia en 2008 con el periodo recesivo, momento a partir del cual la economía profundiza en el proceso de sustitución de importaciones. **Respecto a los determinantes que subyacen a los cambios de régimen, la literatura ofrece dos posibles respuestas** que no son excluyentes entre sí: la primera, relacionada con la composición del crecimiento de la demanda final y, la segunda, con el papel de la inversión extranjera directa (IED) en los procesos de globalización e integración económica<sup>27</sup>.

Respecto a la composición del crecimiento, los estudios más recientes sobre el contenido importador de la economía española ponen en evidencia que la intensidad importadora de las exportaciones alcanzó el 39% en 2007, superando ampliamente el del resto de componentes de la demanda final (véase Cabrero Bravo y Tiana Álvarez, 2012). En consecuencia, tal y como se observa en los resultados de este trabajo (véanse los Gráficos 30 y 31), **en los regímenes donde el crecimiento de la economía está dominado por la demanda externa se constata una mayor propensión marginal a importar**. De la misma forma, bien sea por el puro efecto composición en la demanda final o porque las empresas exportadoras se desenvuelven en entornos de mayor competencia y tienden a ser más eficientes<sup>28</sup>, **aumenta la elasticidad de sustitución de los consumos intermedios importados**.

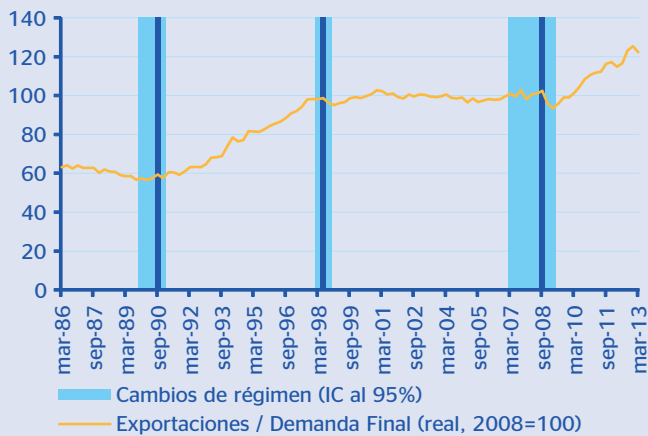
26: El porcentaje del efecto renta se calcula dividiendo la columna (3) del Cuadro 3 por la columna (2).

27: Véase, por ejemplo, Pain y Wakelin (1998) y Camarero y Tamarit (2003).

28: El lector interesado en la evolución de la competitividad de la economía española y el papel de las empresas exportadoras en el proceso de internacionalización puede consultar el Observatorio Económico: "La internacionalización de las empresas españolas", disponible en [http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/121204\\_Observatorioeconomicoespana\\_tcm346-371889.pdf?ts=1642013](http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/121204_Observatorioeconomicoespana_tcm346-371889.pdf?ts=1642013).

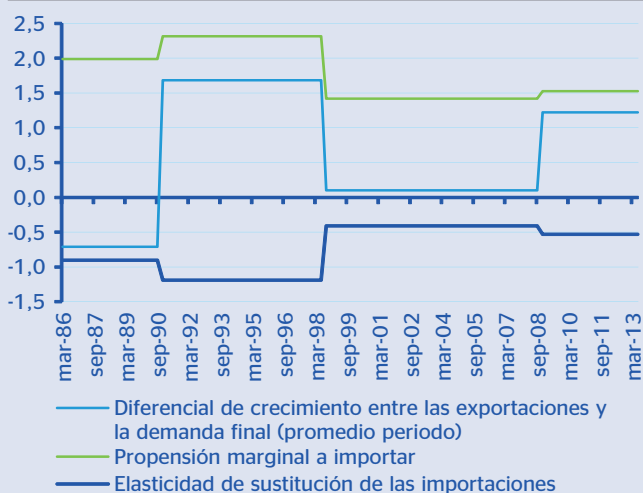
El Servicio de Estudios  
del Grupo BBVA

Gráfico 30  
España: regímenes identificados en la demanda de importaciones y composición del crecimiento de la demanda final



Fuente: BBVA Research

Gráfico 31  
España: regímenes identificados en la demanda de importaciones y composición del crecimiento de la demanda final

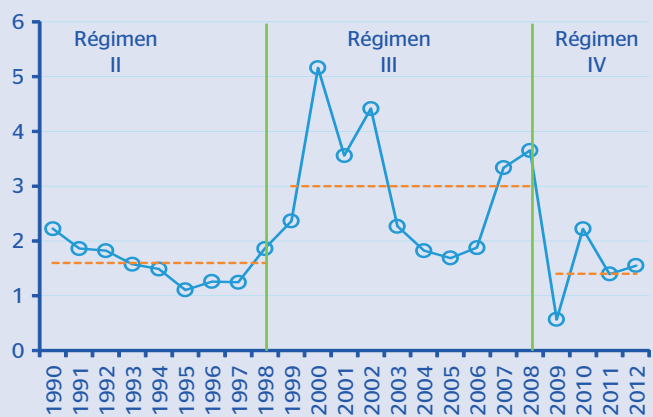


Fuente: BBVA Research

La importancia de la IED como posible determinante de cambio de régimen se observa con mayor claridad en el subperiodo que comienza con la introducción del euro. **Los flujos de entrada de IED, tanto horizontal como vertical<sup>29</sup>, habrían reducido la propensión marginal a importar de la demanda final**, estabilizando la ratio de exportaciones sobre demanda interna (véase el Gráfico

32)<sup>30</sup>. La disminución de la elasticidad de sustitución podría explicarse por el cambio en la composición y el peso relativo de los bienes y servicios importados, posiblemente propiciado por el sesgo que tomó la demanda interna en la expansión previa a la crisis<sup>31</sup>.

Gráfico 32  
España: entrada de IED en porcentaje de la demanda final, 1990-2012



Nota: La línea de puntos denota el promedio de cada régimen.  
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

## Conclusiones

En este trabajo se han explorado los factores que explican la elevada contracción de las importaciones en España durante la crisis. **Los resultados obtenidos indican que, aunque el deterioro de la demanda final explica un alto porcentaje de la evolución apuntada, la economía española se encuentra inmersa en un proceso de sustitución de importaciones por producción doméstica que explica el 42% de la caída.** En concreto, y por primera vez en más de dos décadas, se han registrado ganancias de competitividad-precio de los productos domésticos frente a los bienes y servicios importados, lo que pone en evidencia el proceso de devaluación interna en curso. Además, **las ganancias de competitividad-precio se han visto reforzadas por una demanda relativa de importaciones más elástica al precio relativo.** Sin embargo, la crisis también ha dado lugar a un aumento de la propensión marginal a importar que ha amortiguado parcialmente la contribución de los dos factores mencionados.

29: La distinción tradicional asocia la IED horizontal a la búsqueda de acceso a mercados y la IED vertical a la búsqueda de ventajas competitivas vía costes. Con todo, Neary (2002) muestra que la decisión de realizar IED horizontal por parte de las multinacionales también está influenciada por los costes relativos.

30: En un panel de 12 países de la OCDE analizado para el periodo 1981-1998, Camarero y Tamarit (2003) encuentran que el stock de IED reduce las importaciones de largo plazo en el sector manufacturero español.

31: Entre 1998 y 2007 la economía española creció a un ritmo medio anual del 3,8%, debido a la expansión de la demanda doméstica (contribución en torno a los 5,0 pp). El aumento de la inversión explicó en torno a 1,8 pp., de los cuales 1,2 pp son atribuibles al auge de la construcción.

**Los cambios estructurales identificados en la demanda de importaciones no energéticas se corresponden con la reorientación del crecimiento de la demanda final hacia el componente exportador.** En los regímenes donde el crecimiento de la economía está dominado por la demanda externa, tal y como el actual, se constata una mayor propensión marginal a importar. De la misma forma, dado el efecto composición y la mayor eficiencia productiva de las empresas exportadoras, se observa una mayor elasticidad de sustitución de los consumos intermedios importados.

En síntesis, **la combinación de una buena dinámica exportadora y el efecto sustitución de las importaciones no energéticas augura la continuidad del proceso de reasignación de recursos hacia un nuevo modelo productivo**, capaz de generar superávits estructurales de la balanza por cuenta corriente.

#### Referencias bibliográficas

- Bai, J., y P. Perron (2003). "Computation and analysis of multiple structural change models", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 18, pp. 1-22.
- BBVA Research (2012). "La internacionalización de las empresas españolas", Observatorio Económico, diciembre.
- BBVA Research (2013). "Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España", Observatorio Económico, octubre.
- Cabrero Bravo, A., y M. Tiana Álvarez, (2012). "El contenido importador de las ramas de actividad en España", Boletín Económico del Banco de España, febrero, pp. 45-57.
- Buisán, A., y E. Gordo (1994). "Funciones de importación y exportación de la economía española", *Investigaciones Económicas*, vol. 18, pp. 165-192.
- Camarero, M., y C. Tamarit (2003). "Estimating exports and imports demand for manufactured goods: The role of FDI", Working paper No. 22, Grupo de Economía Europea.
- Dickey, D.A. y W.A. Fuller (1981). "Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root", *Econometrica*, vol. 49, pp. 1057-1072.
- Engle, R.F. y C.W.J. Granger (1987). "Cointegration and error correction: Representation, estimation and testing", *Econometrica*, vol. 55, pp. 251-276.
- García, C., y E. Gordo (1998). "Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española", Documento de trabajo No. 9822, Banco de España.
- García, C., Gordo, E., Martínez-Martín, J., y P. Tello (2009). "Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española", Documentos ocasionales No. 0905, Banco de España.
- Gregory, A.W. y B.E. Hansen (1996): "Tests for Cointegration in Models with Regime and Trend Shifts", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 58, pp. 555-560.
- Gregory, A.W., Nason, J.M. y D. Watt (1996): "Testing for Structural Breaks in Cointegrated Relationships", *Journal of Econometrics*, vol. 71, pp. 321-342.
- Kejriwal, M. y P. Perron, (2010). "Testing for Multiple Structural Changes in Cointegrated Regression Models", *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 28, pp. 503-522.
- Mauleón, I., y L. Sastre (1994). "El saldo comercial en 1993: un análisis econométrico", *Información Comercial Española*, vol. 735, pp. 167-172.
- Neary, P. (2002), "Foreign direct investment and the single market", *The Manchester School*, vol. 70, pp. 291-314.
- Pain, N., y K. Wakelin (1998). "Export performance and the role of foreign direct investment", *The Manchester School Supplement*, vol. 66, pp. 62-88.



## Anexo 1. Identificación de cambios de régimen<sup>32</sup>

Cuadro A1

España: contrastes de quiebres estructurales en la relación de cointegración de la demanda de importaciones no energéticas

### A. Contraste de Kejriwal-Perron (ecuación de largo plazo):

k	Test SupF(k)	Test secuencial (k/k-1)
	Ho: No hay cambios de régimen Ha: Hay k cambios de régimen	Ho=Hay k-1 cambios de régimen Ha: Hay k cambios de régimen
1	95,81***	95,81***
2	95,26***	34,38***
3	99,88***	24,18***
4	87,21***	8,01
5	71,51***	

### Cambios de régimen seleccionados

		IC (95%)
I	sep-90	(dic-89 ; dic-90)
II	jun-98	(mar-98 ; sep-98)
III	sep-08	(mar-07 ; mar-09)

### B. Contraste de Bai-Perron (ecuación de corto plazo)

k	Test SupF(k)	Test secuencial (k/k-1)
	Ho: No hay cambios de régimen Ha: Hay k cambios de régimen	Ho=Hay k-1 cambios de régimen Ha: Hay k cambios de régimen
1	7.50	7.50
2	6.12	
3	6.10	
4	4.86	
5	3.88	

Notas: Máximo número de cambios de régimen= 5; Número mínimo de observaciones entre cambios de régimen= 0,15\*T.

Bajo las hipótesis alternativas se muestra el caso de cambio de régimen en todos los parámetros. Valores críticos tomados de Kejriwal y Perron (2010) y de Bai y Perron (2003).

\*\*\*, \*\*, \* indican que los estadísticos son significativos al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Fuente: BBVA Research

32: Los resultados intermedios referentes a los contrastes de raíces unitarias (con y sin cambios estructurales), las pruebas de cointegración y las de estabilidad paramétrica se encuentran a disposición del lector bajo petición.

### Recuadro 3. Las expectativas de recuperación de las nuevas operaciones de crédito

La relación entre el crédito bancario y la actividad económica ha sido objeto de una gran cantidad de artículos de investigación. El ejemplo más conocido de esta agenda es el de Bernanke *et al* (1999), donde se muestra cómo los mercados de crédito pueden ayudar a **amplificar y propagar shocks en la economía**, lo que convierte a la financiación bancaria en una parte fundamental para explicar la evolución de los ciclos económicos de las economías modernas. Sin embargo, es conocido también el fenómeno de las llamadas **“recuperaciones sin crédito”**, documentadas, por ejemplo en Calvo, Izquierdo y Talvi (2006) y Claessens, Kose y Terrones (2008). En economías que pasan por este tipo de eventos, normalmente como consecuencia de una crisis financiera, se dan períodos de recuperación (de distinta intensidad), en los que cae el nivel de crédito (o lo hace la ratio con respecto al PIB). Recientemente, Biggs *et al* (2013) muestran que la reconciliación de estas dos líneas de investigación reside en **el error que se comete al comparar el saldo vivo del crédito con el flujo (es decir, la variación) del PIB**. En particular, **las nuevas operaciones de crédito son las que deberían estar relacionadas con el cambio en la demanda interna, ya que son precisamente estas las que financian la compra de bienes y servicios recién producidos**.

En la situación actual en la que se encuentra la economía española, la distinción entre el *stock* y los flujos de crédito es relevante ya que, al mismo tiempo que la actividad parece alcanzar un punto de inflexión, se está pasando por el **necesario proceso de reducción del nivel de endeudamiento de familias y empresas**. Por lo tanto, puede surgir la duda de **si este proceso es compatible con una recuperación de la economía**. Este recuadro describe las características, ventajas y limitaciones de las series disponibles en España para medir el flujo de nuevas operaciones de crédito. Asimismo, se muestran previsiones basadas en el comportamiento esperado del PIB, componentes de la demanda agregada o tipos de interés, que permiten sostener que **los flujos de crédito al sector privado podrían estar acercándose a un punto de inflexión** con el que iniciar un crecimiento durante la primera mitad de 2014. Para que estas previsiones se hagan realidad es indispensable que se den dos condiciones. Primero, continuar con la hoja de ruta marcada para la reestructuración de una parte del sistema financiero español y que se cumplan las metas relacionadas con los avances hacia el establecimiento de un supervisor único para la banca europea. Ello permitirá ir reduciendo la fragmentación financiera y mejorar las condiciones de

financiación de empresas y particulares. Segundo, seguir avanzando en las mejoras estructurales que dinamizan la actividad económica y que, como resultado de lo anterior, aumentan el volumen y calidad de la demanda de nuevas operaciones de crédito.

#### ¿Por qué es importante distinguir entre los flujos y el *stock* de crédito?

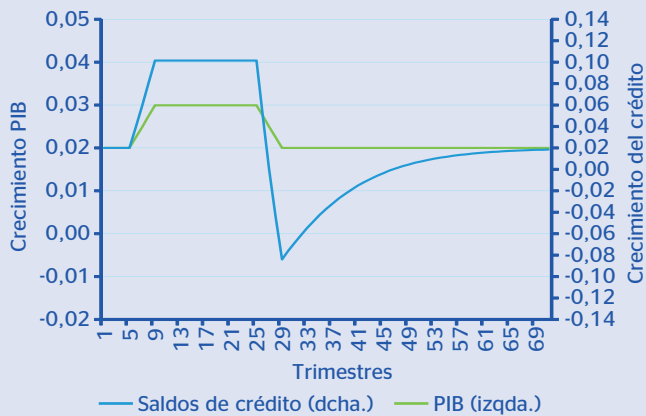
Desde el punto de vista teórico, existen buenas razones para sostener que el *stock* de crédito no es la variable financiera adecuada con la que evaluar las posibles restricciones crediticias a las que puede verse sometida una economía después de un período de rápido crecimiento del crédito y de una crisis financiera. Una forma muy sencilla de ilustrar este argumento es con el ejemplo que se presenta en los gráficos 33 y 34, que muestran el comportamiento teórico del crecimiento del PIB y del *stock* de crédito, relacionando éste último con la evolución de los flujos de nuevas operaciones y las amortizaciones. Como punto de partida se supone una situación de equilibrio en la que crecimiento del *stock* de crédito y del PIB es del 2%, con un nivel del endeudamiento del 100% del PIB. También se asume que las nuevas operaciones suponen el 10% del PIB para el normal desarrollo de la actividad económica. Por su parte, las amortizaciones se realizan al ritmo de un 10% del nivel del crédito.

Supongamos ahora que se produce un shock financiero positivo que lleva al *stock* de crédito a crecer un 10% durante varios años, tras los cuales la economía vuelve de nuevo a su estado estacionario. A partir de ese momento, el *stock* de crédito sigue cayendo, aunque la economía se encuentra sobre su senda de crecimiento de estado estacionario, en la que el PIB vuelve a crecer al 2%. En esta situación, las nuevas operaciones pasan a aumentar nuevamente al 2% al estar ligadas a la actividad, pero las amortizaciones son ampliamente superiores al flujo de nuevas operaciones, al estar vinculadas al *stock* de crédito.

Como resultado de la distinta dinámica de las variables, el PIB y el flujo de nuevas operaciones de crédito recuperan su senda de crecimiento equilibrado mientras el que el *stock* de crédito disminuye durante varios años. En definitiva, **aunque el *stock* de crédito es una variable adecuada para evaluar el nivel de endeudamiento de los agentes económicos, no lo es para analizar la recuperación de la actividad, más ligada al flujo de nuevas operaciones**.

Gráfico 33

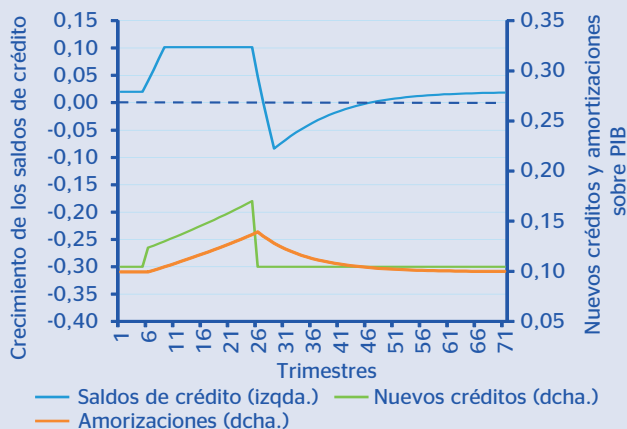
**Simulaciones teóricas de los crecimientos del saldo de crédito y del PIB**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 34

**Simulaciones teóricas de los crecimientos del saldo de crédito, de las nuevas operaciones y de las amortizaciones**



Fuente: BBVA Research

**Evidencia disponible sobre las nuevas operaciones de crédito de crédito y amortizaciones**

A la hora de evaluar la evolución del crédito al sector privado en España, es importante diferenciar entre el saldo vivo (*stock*) y las nuevas operaciones (flujo). Normalmente se analiza el primero porque permite conocer el nivel de endeudamiento de los agentes por sectores económicos, realizar comparaciones internacionales y evaluar la vulnerabilidad de un país y de sus agentes institucionales. Por su parte, los flujos de crédito son los más directamente relacionados con la actividad económica en ese periodo. Sin embargo, las series estadísticas disponibles son, en general, más cortas y volátiles, incorporan otras partidas como refinanciaciones y están disponibles para un menor número de países.

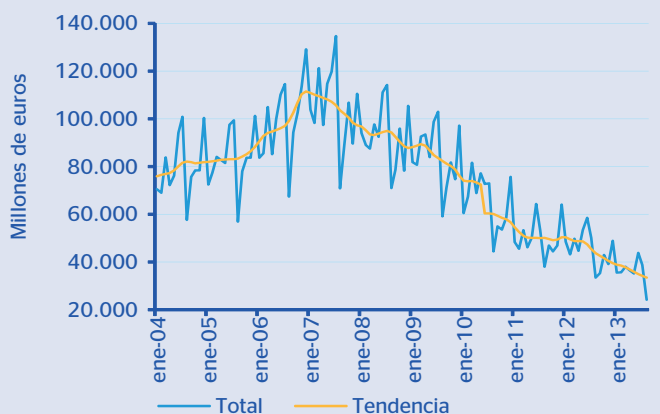
En España las estadísticas de los flujos de crédito por tipo de cartera están disponibles con periodicidad mensual desde enero de 2003 en el capítulo 19 del Boletín Estadístico del Banco de España (BdE). Se consideran como nuevas operaciones tanto el nuevo negocio generado en el periodo como cualquier operación que suponga una alteración de las condiciones de los contratos existentes (plazo, garantías, tipo de interés, importes,...), incluyendo las refinanciaciones. Por tanto, **las estadísticas de nuevas operaciones no son una señal perfecta de nuevo negocio, al desconocerse la proporción de refinanciaciones.** Desde 2008, con la intensificación de la crisis financiera, las entidades de crédito han llevado a cabo una intensa gestión del riesgo vía las refinanciaciones de crédito, que fundamentalmente se han centrado en el crédito promotor inmobiliario, por el lado de las empresas, y en el hipotecario, por el de las familias. En este sentido, las entidades se han esforzado en realizar refinanciaciones a sus clientes a fin de evitar ejecuciones. Como principio general, las refinanciaciones son la solución correcta para solventar problemas transitorios de liquidez de los deudores, pero **son inapropiadas cuando tratan de enmascarar o retrasar en el tiempo el reconocimiento de un problema de solvencia.** El problema es que, en la práctica, hay situaciones en las que esta distinción entre dificultades de liquidez y de solvencia no es sencilla y puede verse contaminada por la existencia de información asimétrica entre deudores y acreedores. **En la primavera de 2013, el BdE publicó una carta en la que se recomendaba revisar las carteras refinanciadas a fin de clasificarlas por niveles de riesgo de forma más estricta,** lo que ha conllevado un aumento de las provisiones a dotar y un mayor consumo de capital. Las consecuencias han sido un repunte de la morosidad en las carteras de hipotecas de hogares y de empresas (inmobiliarias y no inmobiliarias), un mayor volumen de provisiones y unos menores incentivos a refinanciar créditos. Por tanto, **esta recomendación va a dar lugar a unas estadísticas de flujos algo más limpias que las observadas hasta el momento, al verse penalizado el proceso de refinanciación.** Así, se espera que las nuevas operaciones del futuro contengan una mayor proporción de crédito nuevo genuino y una menor de refinanciaciones.

El Gráfico 35 presenta la evolución del total de los flujos de crédito desde 2003 hasta julio de 2013. La principal característica que se aprecia es su fuerte variabilidad, que se debe fundamentalmente a un comportamiento estacional y a la distinta composición del calendario. La estimación de su componente tendencial muestra una evolución creciente hasta principios de 2007, año en el que se alcanzaron de media los 110 miles de millones de euros mensuales, y un continuo retroceso desde

entonces, que todavía no parece haber remitido (véase el Gráfico 36). Actualmente, las nuevas operaciones están por debajo de los 40bn € mensuales. Su ritmo de variación interanual alcanzó su máximo en el entorno del 30% en 2007 y, actualmente, presenta un retroceso del -25%, si bien podría encontrarse en un punto de inflexión, tal y como se comenta más adelante.

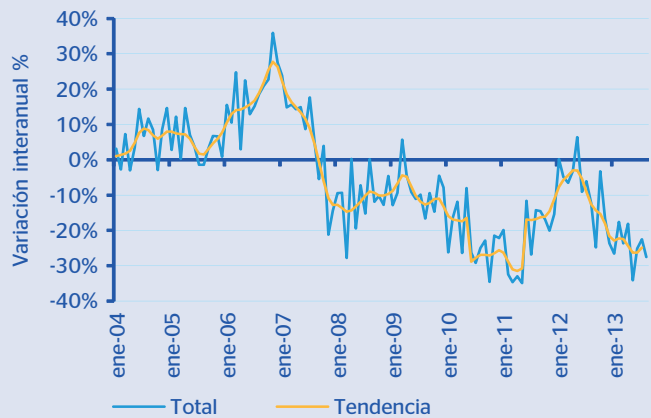
El análisis de las nuevas operaciones de crédito por carteras (préstamos para adquisición de vivienda a familias, préstamos al consumo y resto a familias y préstamos a empresas) refleja la presencia de variabilidad estacional y calendario específica a cada una de ellas. Dentro de estas categorías, la cartera de empresas es la de mayor peso porcentual, con el 88,5% de los importes de nuevas operaciones en 2012 (influida por las renovaciones de crédito, que se pueden contar varias veces al año como nueva operación); la de vivienda supone el 5,8 % y las de consumo y resto, el 5,7% restante. En las carteras de consumo y de empresas se introdujo un cambio de definición a partir de junio de 2010 para excluir el crédito concedido vía tarjetas de crédito y las líneas de crédito, respectivamente. **Todas las carteras presentan una tendencia decreciente desde principios de 2007 hasta el momento actual, salvo la de la cartera de consumo, que muestra una estabilización desde 2012 y que actualmente registra crecimientos positivos.** La constatación de este hecho es el crecimiento del 16% interanual en el segundo trimestre de 2013 de los saldos de la cartera de crédito de consumo no duradero.

Gráfico 35  
**Total nuevas operaciones de crédito, mensual.**  
Millones de euros.



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 36  
**Total nuevas operaciones de crédito, datos mensuales (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

### Expectativas de los flujos de crédito: perspectivas de cambio de tendencia

**Los flujos de crédito dependen positivamente de los niveles de actividad e inversión y negativamente del nivel de endeudamiento y de los tipos de interés a los que son concedidos.** En la coyuntura actual, tras dos periodos de recesión en España (2008-09 y 2012-2013), las previsiones económicas apuntan una recuperación económica para 2014, con incertidumbres sobre su intensidad. Por su parte, los tipos de interés de referencia de política monetaria permanecerán en mínimos históricos en el corto y medio plazo, pero los tipos de cartera de crédito se mantendrán relativamente elevados por la presión del riesgo de crédito y la fragmentación financiera en la eurozona. A su vez, el sector privado no financiero se encuentra en un proceso de necesario desapalancamiento, disminuyendo sus niveles de sobreendeudamiento acumulado durante la fase de expansión, especialmente en sectores como el inmobiliario. Por su parte, el sector financiero está inmerso en un proceso de reestructuración que incluye planes de ajuste para algunas entidades, adecuándose a una normativa más exigente y adaptándose al menor tamaño futuro del mercado español, que ya es maduro.

**Los intentos por plasmar las relaciones económicas de los flujos de nuevas operaciones de crédito con la actividad económica y los tipos de interés mediante modelos econométricos son, por el momento, poco satisfactorios,** posiblemente por no disponer de un

periodo muestral largo con el que obtener relaciones estables (al menos dos ciclos completos), ya que solo se recoge un boom de crédito (2003-2007) y la parte baja de una profunda crisis financiera (2008-2013). Sin embargo, **los modelos han ajustado razonablemente bien cuando se estiman las relaciones de las variables económicas con las amortizaciones de crédito.**<sup>33</sup>

Se ha de señalar que las amortizaciones de crédito son los importes relativos a los vencimientos naturales o anticipados de los créditos existentes y aquellas operaciones que han modificado alguna de sus características y que se han dado de baja antes de dar de alta las correspondientes nuevas operaciones. Es decir, una nueva operación de crédito proveniente de alguna renovación de condiciones de un crédito existente es un crédito que se amortiza (causa baja en el *stock*) y aparece como nueva operación (causa alta en el *stock*), por lo que ambas series están claramente relacionadas. La única excepción es la cartera de vivienda, que por su mayor plazo no presenta estos movimientos tan correlacionados, de manera que la serie de amortizaciones la constituyen sobre todo las naturales de la cartera.

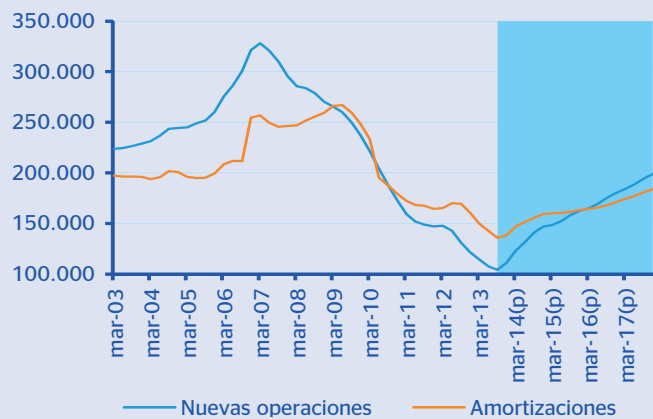
A partir de las proyecciones de los saldos de las carteras de crédito y de las correspondientes amortizaciones bajo el escenario macro-financiero para los próximos años, se pueden obtener de forma indirecta las proyecciones de las nuevas operaciones de crédito. El Gráfico 37 muestra los resultados a partir de las estimaciones de las tendencias del total de nuevas operaciones de crédito. Esta tendencia todavía está por debajo de la de las amortizaciones, pero se espera que inicie su recuperación en la última parte de 2013. **Los nuevos créditos se mantendrán por debajo de las amortizaciones hasta finales de 2015, momento a partir del cual los saldos de crédito tendrán aumentos positivos.** Por las razones que se han comentado anteriormente, estas proyecciones están sujetas a un importante componente de incertidumbre, no solo debido al entorno macro sino también a las limitaciones estadísticas y del periodo analizado, por lo que deben tomarse con la cautela debida.

Las estimaciones señalan que **es posible conciliar el necesario desapalancamiento del sector privado (caída de *stocks*) con un crecimiento de las nuevas operaciones que facilite la recuperación económica y atienda las necesidades de la demanda solvente**

(aumento de flujos), en especial de aquellas empresas con fuerte carácter exportador. Por otro lado, **dada la fuerte heterogeneidad de las entidades del sistema financiero español, es probable que aquellas con posiciones más saneadas y sólidas de sus balances puedan aumentar sus niveles de crédito** algunos trimestres antes de que lo haga el conjunto del sistema.

Gráfico 37

**Proyecciones de nuevas operaciones y amortizaciones de crédito total al sector privado. Trimestral. Millones de euros. Tendencia**



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

## Referencias

Bernanke, B. S., Gertler, M. y Gilchrist, S., (1999). "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework," *Handbook of Macroeconomics*, in: J. B. Taylor & M. Woodford (ed.), *Handbook of Macroeconomics*, edition 1, volume 1, chapter 21, pages 1341-1393 Elsevier.

Biggs, M., Mayer, T. y Pick, A. (2009), "Credit and Economic Recovery", Netherlands Central Bank, Research Department Working Paper nº 218.

Calvo, G. A., Izquierdo, A. y Talvi, E. (2006). "Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 96(2), pages 405-410, May.

Terrones, M., Kose, M. A. y Claessens, S., (2008). "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?," IMF Working Papers 08/274, International Monetary Fund.

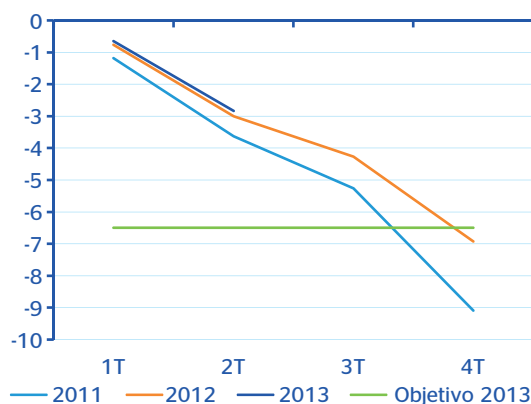
33: Aunque no se publican estadísticas específicas de amortizaciones, se pueden obtener a partir de la variación del *stock* de crédito y del flujo de las nuevas operaciones.

## 4. Un ajuste fiscal significativo que mantendrá el déficit en niveles de finales de 2012

A lo largo del primer semestre de 2013 continuó la política de control del gasto y de ajuste fiscal, compensando el efecto negativo del deterioro cíclico sobre las cuentas públicas –particularmente en los ingresos tributarios– y el incremento del gasto por intereses. Así, el déficit acumulado del conjunto de administraciones públicas, una vez excluidas las ayudas al sector financiero (0,3 pp del PIB), se situó al finalizar el 2T13 en el 2,8% del PIB, dos décimas por debajo del registrado durante el primer semestre del año anterior (véase el Gráfico 38). Por subsectores, tanto la administración central como las comunidades autónomas siguieron acumulando déficit, y cerraron el primer semestre con un desequilibrio del 3,0% y el 0,8% del PIB, respectivamente. Mientras, la Seguridad Social incrementó su superávit hasta situarlo en el 0,8% del PIB, favorecida por los adelantos de las transferencias realizadas por la administración central. Por su parte, las corporaciones locales mantuvieron el superávit en torno al 0,2% registrado en el primer semestre del año pasado (véase el Gráfico 39).

Gráfico 38

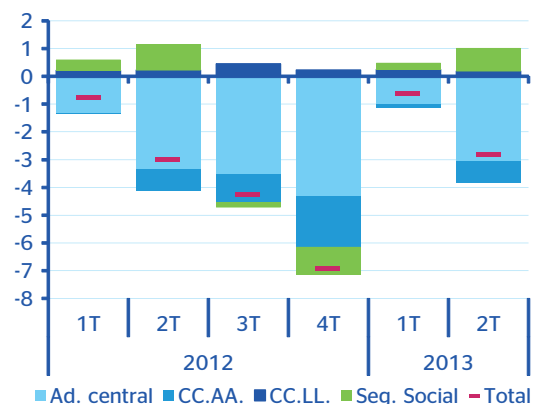
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación(\*) (Acumulado al año. % PIB)



\* Excluidas las ayudas al sector financiero.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 39

AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación por subsectores(\*) (Acumulado al año. % PIB)



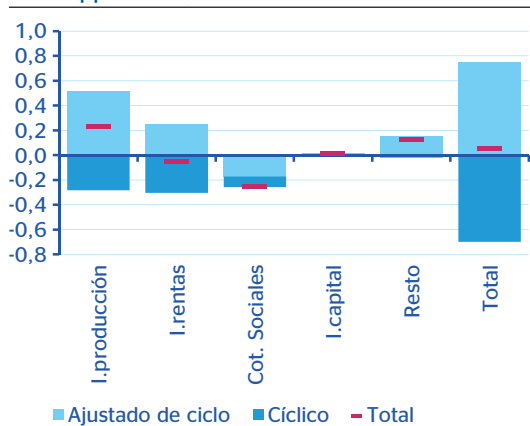
\* Excluidas las ayudas al sector financiero.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

En este contexto, durante el primer semestre de 2013 el deterioro de la actividad absorbió la práctica totalidad de la mejora estructural de los ingresos públicos derivada de las medidas discrecionales puestas en marcha desde el año pasado. De esta forma, en el Gráfico 40 puede observarse cómo durante el 1S13 las subidas impositivas aprobadas elevaron los ingresos estructurales de las administraciones públicas en torno a 0,7 pp del PIB en términos interanuales. Dicho crecimiento se concentró en los impuestos sobre la producción –cuyos ingresos estructurales aumentaron 0,5 pp– y en los impuestos sobre la renta y la riqueza –que registraron un incremento estructural de 0,2 pp–. Sin embargo, el deterioro cíclico de la economía restó, durante los dos primeros trimestres del año, otros 0,7 puntos del PIB a los ingresos, compensando el esfuerzo estructural de las subidas tributarias. Como consecuencia, en conjunto, el total de ingresos públicos se habría situado en el acumulado anual en torno al 37,4% del PIB a cierre del 2T13, mejorando en más de seis décimas los recursos acumulados en el primer semestre del año pasado.

Por su parte, y dada la naturaleza discrecional de una parte importante de sus partidas, ha habido una menor incidencia de los estabilizadores automáticos sobre el gasto público. Durante los dos primeros trimestres del año se observó un ajuste interanual del componente estructural de más de 0,4 pp del PIB, repartido en prácticamente todos sus componentes del gasto (véase el Gráfico 41), aunque resulta especialmente acusado en el de inversión, que acumula un ajuste estructural de 0,2 pp del PIB. Esto ha sido suficiente para compensar el incremento del gasto por intereses (0,2 pp del PIB) y de las prestaciones sociales (0,2 pp del PIB más), este último derivado de la actualización de las pensiones aprobada por el Gobierno para 2013. De esta forma, el gasto total acumulado anual del conjunto de administraciones públicas se habría situado en torno al 40,9% del PIB, 0,8 pp menos que el acumulado hasta junio de 2012.

Gráfico 40

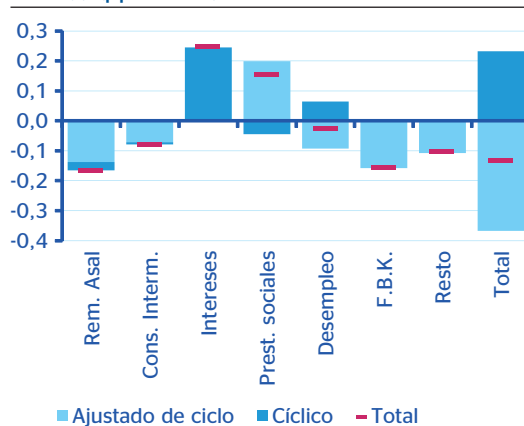
AA.PP.: ajuste de los ingresos no financieros en el 1S13 (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 41

AA.PP.: ajuste de los gastos no financieros en el 1S13(\*) (pp del PIB)

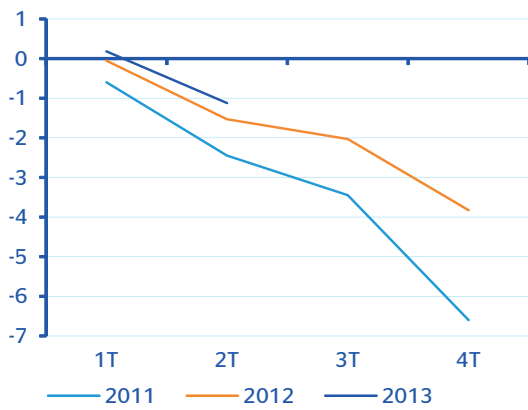


\* Excluidas las ayudas al sector financiero.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

El comportamiento de los ingresos y de los gastos ha hecho que durante el primer semestre del año el saldo primario del conjunto de las administraciones públicas haya experimentado una caída estructural de 1,1 pp del PIB respecto al acumulado hasta junio de 2012. Una vez que se le añade el efecto negativo de los estabilizadores automáticos (-0,7 pp del PIB respecto al del 1S12), el déficit primario se situó en el 1,1% del PIB en el acumulado hasta junio de 2013 (véase el Gráfico 42). Este resultado pone de manifiesto el importante esfuerzo de consolidación fiscal que se está realizando desde mediados de 2010, que ha conseguido reducir el déficit estructural primario del 9,3% de 2009 hasta generar un superávit acumulado anual de casi un punto porcentual a finales del 2T13. De esta forma, el mayor deterioro de la actividad económica junto con el aumento tanto del *stock* como del coste de la deuda, son los factores que explican la persistencia del déficit en las cuentas públicas españolas (véase el Gráfico 43).

Gráfico 42

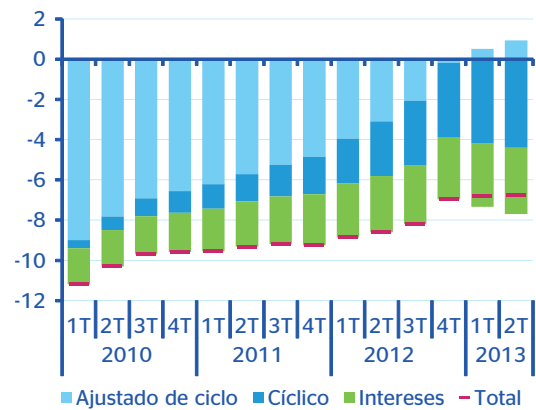
**AA.PP.: saldo primario(\*)**  
(Acumulado al año. % PIB)



\* Excluidas las ayudas al sector financiero.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 43

**AA.PP.: descomposición de la necesidad de financiación(\*)**  
(Acumulado 4T. % PIB)



\* Excluidas las ayudas al sector financiero.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

**De cara al tercer trimestre, los últimos datos situarían el déficit público acumulado hasta agosto de 2013 en torno al 4,8% del PIB.** Este resultado se debe fundamentalmente al deterioro observado en la Seguridad Social -que registró un déficit del 0,2% del PIB- y, en menor medida, en la administración central, que alcanzó ya en agosto el objetivo de final de año (un -3,8%). Por su parte, las comunidades autónomas cerraron agosto manteniendo un déficit acumulado en torno al 0,8% del PIB. Adicionalmente, la ejecución presupuestaria del Estado hasta septiembre colocó el déficit en el 3,6% del PIB, igual al observado hasta septiembre de 2012. De esta forma, el déficit público acumulado hasta el 3T13 podría haberse situado por encima del 4,5% del PIB, dos puntos porcentuales por debajo del objetivo de estabilidad (-6,5%). Estos datos muestran que el ajuste sigue concentrándose en el recorte de la inversión y, en menor medida, de los consumos intermedios, y que el impacto de las medidas discrecionales de incremento de la carga impositiva se está moderando.

**Los resultados observados durante los primeros ocho meses del año podrían ser insuficientes para asegurar el cumplimiento del objetivo de estabilidad.** Aunque se espera que continúen las políticas de consolidación, existe una creciente probabilidad de que las que han sido anunciadas hasta el momento apenas sean suficientes para compensar los efectos negativos del ciclo económico y del incremento del coste de la deuda. Todo ello situaría el déficit a final de año en el mismo nivel que el de finales de 2012. Así, BBVA Research prevé que los ingresos públicos de 2013 se sitúen en torno al 37,2% del PIB, tan solo una décima por encima de lo alcanzado en 2012. Esta mejora marginal de los ingresos se debe a que se espera que los estabilizadores automáticos resten casi un punto porcentual de la recaudación en 2013, lo que afectaría tanto a los impuestos sobre la producción como a los impuestos sobre la renta y absorbería gran parte de la mejora estructural de los mismos. Por el lado de los gastos, el deterioro en el entorno económico y financiero les sumará en torno a 0,3 pp del PIB. El recorte esperado del gasto seguirá concentrado en los consumos intermedios, en el gasto de inversión y en otros gastos tales como las subvenciones u otras transferencias corrientes (véase el Cuadro 7).



Cuadro 7

**AA.PP: ajuste fiscal. Excluidas las ayudas al sector financiero (pp del PIB)**

	2011	2012	2013 (p)	2014 (p)
Remuneración de asalariados	11,8	11,2	11,2	10,9
Consumos intermedios	6,0	5,7	5,5	5,4
Intereses	2,5	3,0	3,5	3,6
Prestaciones pos desempleo	2,9	3,1	3,0	2,8
Prestaciones sociales	12,7	13,2	13,7	13,8
Formación bruta de capital	3,0	1,7	1,5	1,4
Otros gastos	6,4	6,0	5,7	5,4
<b>Empleos no financieros</b>	<b>45,2</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>43,4</b>
Impuestos sobre la producción	10,0	10,4	11,0	11,1
Impuestos sobre la renta, el patrimonio, etc.	9,7	10,2	10,2	10,4
Contribuciones sociales	13,3	13,0	12,7	12,6
Impuestos sobre el capital	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros ingresos	2,8	3,1	2,8	3,1
<b>Recursos no financieros</b>	<b>36,2</b>	<b>37,1</b>	<b>37,2</b>	<b>37,6</b>
<b>Capacidad / Necesidad de financiación</b>	<b>-9,1</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,8</b>

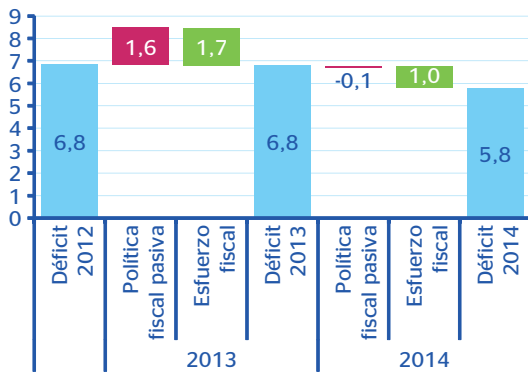
Fuente: BBVA Research a partir de INE y MINHAP

**A pesar de las expectativas de mantenimiento del déficit en 2013, esto no significa que la magnitud del esfuerzo fiscal esperado para este ejercicio no sea significativa.** Como puede verse en el Gráfico 44, el deterioro económico junto con el incremento estructural de las pensiones y el aumento del gasto en intereses, elevarían el déficit en 1,6 pp del PIB. Por ello, el volumen total de las medidas de ajuste fiscal necesarias para alcanzar el -6,5% del objetivo de estabilidad de final de año debería situarse en torno a dos puntos porcentuales. Sin embargo, según las previsiones de BBVA Research, dichas políticas de consolidación estarían conteniendo el déficit público en algo más de 1,7 pp del PIB, por lo que el déficit de 2013 se situará en torno al 6,8% del PIB. Para 2014, y pese al incumplimiento del objetivo de estabilidad de 2013, se espera que tanto la recuperación del ciclo económico como la mejora estructural de los ingresos y gastos públicos sitúen el déficit público alrededor del 5,8% del PIB, en línea con el objetivo de estabilidad.

**En este contexto, de cumplirse las previsiones de BBVA Research, las administraciones públicas españolas estarían registrando ya un superávit estructural primario en 2013, que se elevaría hasta el 2% del PIB a finales de 2014 (véase el Gráfico 45), acumulando una corrección de 6,7 pp desde 2011.**

Gráfico 44

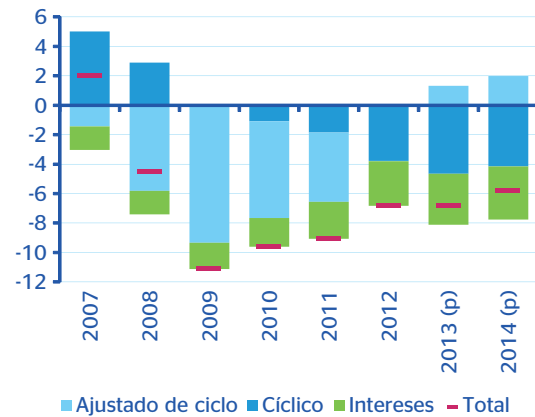
**AA.PP.: ajuste fiscal esperado\* (% PIB)**



\* Excluidas las ayudas al sector financiero.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 45

**AA.PP.: capacidad o necesidad de financiación\* (% PIB)**



\* Excluidas las ayudas al sector financiero.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

En este sentido, **el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2014 (PGE 2014) aprobado por el Gobierno el pasado mes de septiembre continúa con las políticas de consolidación puestas en marcha en ejercicios anteriores**, sin introducir grandes novedades al respecto. De esta forma, las previsiones de ingresos de los PGE 2014 son razonables dado, por un lado, un escenario macroeconómico creíble y en línea con el de BBVA Research y, por otro, la ausencia de incrementos impositivos. Por su parte, el gasto discrecional previsto por el Gobierno continuará cayendo para compensar así el aumento esperado de las pensiones y de las prestaciones por desempleo. En todo caso, el tono de la política fiscal previsto en los PGE 2014 será considerablemente menos contractivo que en los años anteriores, consistente con la moderada recuperación que se espera. Todo ello hace creíble el objetivo de déficit para el Estado de 2014, siempre y cuando la desviación sobre el de 2013 no sea muy elevada.

Igualmente, **el Plan presupuestario para 2014 remitido recientemente por el Gobierno a Bruselas en cumplimiento del nuevo paquete legislativo de supervisión presupuestaria (o *Two pack*), da continuidad a dichas políticas de consolidación**, pero introduce pocas novedades para los próximos años. Así, tan solo la Seguridad Social y las corporaciones locales incorporarán nuevas medidas de ajuste fiscal.

**La aprobación de la Ley de Regulación del Factor de sostenibilidad y del índice de revalorización de las pensiones, supondrá una revisión de los mecanismos de cálculo y revalorización de las pensiones para hacer frente a los cambios demográficos y garantizar la sostenibilidad del sistema público de pensiones (véase el Recuadro 4).** Por el lado de los ingresos los PGE 2014 han incorporado igualmente un incremento adicional del 5% de las bases máximas de cotización. En total el Gobierno espera que el desequilibrio de la Seguridad Social se reduzca en torno a 1.900 millones de euros (0,2 pp del PIB) en 2014. Dada la débil recuperación del empleo prevista y la desviación esperada sobre el objetivo de déficit de 2013, dicho ahorro resulta insuficiente como para disipar todas las dudas sobre la capacidad de la Seguridad Social para alcanzar su objetivo de déficit para 2014 (-1,1% del PIB). Por su parte, para el conjunto de corporaciones locales los ahorros adicionales provendrán de la reforma de la administración local, una vez termine su tramitación parlamentaria. De acuerdo al Plan presupuestario, el mayor ahorro en las corporaciones locales provendrá de la eliminación de las competencias impropias y de la gestión integrada de los servicios básicos.

Finalmente, el plan presupuestario no introduce nuevas medidas para las comunidades autónomas, sino que prevé la continuidad del importante esfuerzo fiscal realizado entre 2012 y 2013, con lo que la probabilidad de cumplimiento del objetivo de estabilidad de 2014 dependerá de la magnitud de la desviación sobre el de 2013.

**En conclusión, una parte importante de las medidas aprobadas y/o puestas en marcha** (la autoridad independiente de responsabilidad fiscal, la reforma de las administraciones públicas o la reforma del sistema fiscal) **tendrán efectos a largo plazo, por lo que el riesgo de incumplimiento de los objetivos de estabilidad de los próximos años reside o en una recuperación económica menor de la prevista, o en una relajación de las políticas de consolidación fiscal.**

## Recuadro 4. La imprescindible reforma del sistema de pensiones para asegurar su sostenibilidad

En 2013 el déficit previsto del sistema público de pensiones alcanzará el 1,4% del PIB, aproximadamente el 12% de los ingresos de la Seguridad Social. **Una parte importante de este déficit es estructural** (no es transitorio), no desaparecerá en una situación cíclica neutral e irá creciendo con el tiempo de no tomarse medidas correctoras:

1. Solo de 2013 a 2020 el número de pensionistas aumentará el 8% (alrededor de 750 mil pensionistas). A partir de esa fecha, el incremento será incluso mayor: la generación del "baby boom" se empezará a retirar a principios de la próxima década haciendo que España pase de 9 millones de pensionistas en 2012 a 15 millones en 2050.
2. No solo habrá más pensionistas, sino que también vivirán más años: la esperanza de vida a partir de los 65 años aumenta aproximadamente a un ritmo de 16 meses cada 10 años.

La corrección del desequilibrio del sistema público de pensiones requería de una respuesta urgente y eficaz. En este contexto, el Gobierno ha propuesto la aplicación de un **Factor de Sostenibilidad en 2019** y de un **Índice de Revalorización de las Pensiones en 2014** que siguen las recomendaciones del informe elaborado a este propósito por el **Comité de Expertos** nombrado por el Gobierno la pasada primavera.

### El Factor de Sostenibilidad (FS)

El objetivo principal del FS es **tratar de manera igual a personas que se jubilen con la misma edad y con el mismo historial laboral pero en años diferentes** y que, como consecuencia de su distinta esperanza de vida, terminan beneficiándose del sistema de pensiones durante un número distinto de años. En concreto, el FS asegura a cada persona el producto idéntico de su pensión inicial por su esperanza de vida al cumplir la edad de jubilación, lo que garantiza la equidad intergeneracional.

El FS **afecta solo al cálculo de la pensión inicial, moderando su crecimiento** (aproximadamente un 5% cada 10 años para los nuevos pensionistas) en función del aumento de la esperanza de vida respecto a un año base. Por lo tanto, el FS no implica pensiones iniciales menores, sino que solo modula su crecimiento. De hecho, **diversos factores harán que las pensiones iniciales continúen aumentando incluso por encima de la inflación**, como el crecimiento económico, el mayor desarrollo de carreras

laborales y unas bases de cotización más elevadas.

Finalmente, aunque se ha retrasado su puesta en marcha a 2019, su aprobación en 2013 **lanza una potente señal a los mercados y permite a los futuros pensionistas anticiparse** y adoptar medidas que compensen, al menos parcialmente, sus efectos.

### El Índice de Revalorización de las Pensiones (IRP)

El objetivo del IRP es asegurar la sostenibilidad del actual sistema de reparto mediante el equilibrio presupuestario entre ingresos y gastos, corregidos ambos por el ciclo económico<sup>34</sup>. El IRP tiene en cuenta tres tipos de gastos cuyo crecimiento debería ser inferior al de los ingresos antes de poder revalorizar las pensiones:

1. El crecimiento en el **número de pensiones** (que irán aumentando como consecuencia del baby boom).
2. El **"efecto sustitución"**, que provoca un crecimiento de la pensión media como consecuencia de que las pensiones de los que entran en el sistema suelen ser más elevadas que las de los que salen.
3. La **corrección parcial del déficit estructural** del sistema que se observe en el momento del cálculo<sup>35</sup>. Los gráficos 46 a 49 muestran el comportamiento histórico de las tasas de crecimiento de los ingresos del sistema, del número de pensiones, del gasto como consecuencia del efecto sustitución y el déficit del sistema. Asimismo, se presentan previsiones sobre la evolución esperada de estos factores tomando en cuenta las realizadas por el Gobierno en la Actualización del Programa de Estabilidad 2013, aprobado en junio por la Comisión Europea.

En el período 2000-2008, la revalorización de las pensiones parece haber sido consistente con el mantenimiento de, incluso, un ligero superávit en el sistema dada la evolución de los ingresos y gastos. Sin embargo, a partir del inicio de la crisis, las revalorizaciones fueron superiores a las necesarias para mantener el sistema equilibrado, lo que ha llevado a la aparición de un déficit estructural. De hecho, el déficit en 2013 rondará probablemente el 16% del total de los ingresos, o lo que es lo mismo: algo más de 900 euros por afiliado a la Seguridad Social o 1.600 euros por pensionista. De este déficit, al menos una tercera parte tiene carácter estructural.

34: Esto se logra a través del cálculo de una media móvil de las variables que se incluyen en el IRP, utilizando valores correspondientes a los 5 años anteriores y previsiones a 6 años vista.

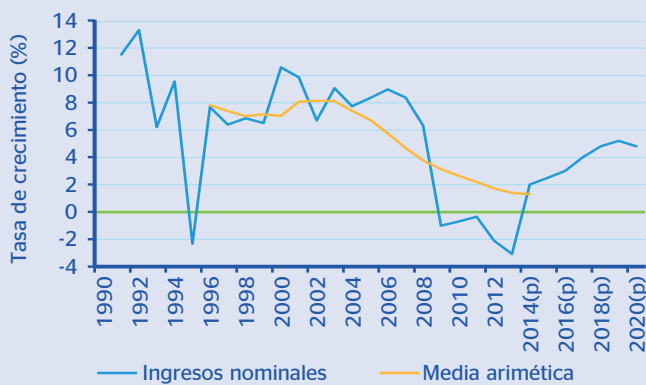
35: La propuesta es que cada año se corrija cerca de una cuarta parte del déficit estructural en términos porcentuales respecto a los gastos totales del sistema pensiones.

Hacia 2014, las **estimaciones de BBVA Research** apuntan a que la media del crecimiento nominal de los ingresos (1,30%) no sería suficiente para compensar los efectos del aumento esperado en el número de pensiones (-1,30%), de la contribución del "efecto sustitución" (-1,60%) y de la corrección parcial del déficit estructural (-4,84%)<sup>36</sup>. Por lo tanto, la aplicación de la fórmula del IPR

daría una revalorización teórica negativa (-2,57%) de las pensiones. Sin embargo, la reforma aprobada **acota las revalorizaciones de las pensiones con un suelo (+0,25%) y un techo (inflación +0,25%)**, por lo que en vez de una disminución del 2,57%, el Gobierno ha anunciado que en 2014 las pensiones crecerán un 0,25%.

Gráfico 46

**Tasa de crecimiento nominal de los ingresos contributivos de la Seguridad Social (%)**

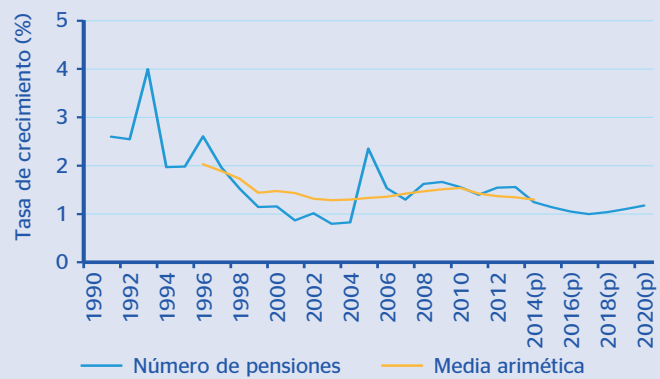


(p): previsión.

Fuente: Seguridad Social (2013), Programa de Estabilidad y BBVA Research

Gráfico 47

**Tasa de crecimiento del número de pensiones contributivas (%)**

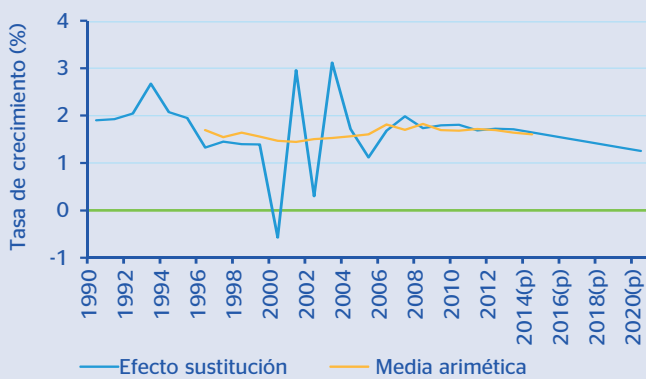


(p): previsión.

Fuente: Seguridad Social (2013), Programa de Estabilidad y BBVA Research

Gráfico 48

**Tasa de crecimiento de la pensión media debida al efecto sustitución (%)**

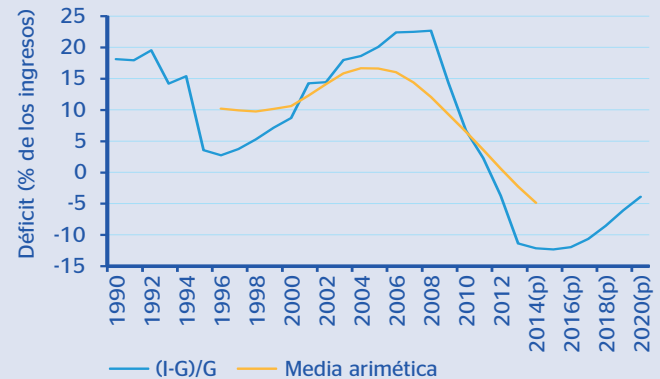


(p): previsión.

Fuente: Seguridad Social (2013), Programa de Estabilidad y BBVA Research

Gráfico 49

**Superávit (+) o déficit (-) del sistema contributivo (%)**



(p): previsión.

Fuente: Seguridad Social (2013), Programa de Estabilidad y BBVA Research

36: Como se indicaba anteriormente, todas estas estimaciones corresponden a medias móviles centradas de 11 términos. Con medias de 15 años o eliminando el ciclo con el filtro de Hodrick-Prescott (con un parámetro de suavizado igual a 400) se obtiene una evolución un poco más suave de los componentes tendenciales y una revalorización teórica de -0.73%, por lo que, en cualquier caso, aplicaría el suelo de 0,25%.

## Ventajas del IRP

En primer lugar, el IRP garantiza el mandato del artículo 135 de la Constitución Española y de la Ley Orgánica de **Estabilidad Presupuestaria** y Sostenibilidad Financiera, que prohíbe que la Seguridad Social pueda tener un déficit estructural. Asimismo, permite que la pensión media se **ajuste suavemente** a los cambios al alza o a la baja que se den en el resto de variables que componen la fórmula, lo que evita que las pensiones disminuyan innecesariamente en períodos recesivos al corregir el efecto del ciclo económico. Asimismo, redistribuye entre los pensionistas presentes y futuros los recursos adicionales y los menores gastos que se consigan con **otras reformas paramétricas del sistema**. Finalmente, establece un entorno de transparencia y conocimiento por parte de la sociedad, lo que permite responder de manera anticipada a los retos demográficos y económicos.

## Efectos del IRP sobre la tasa de sustitución o reemplazo (pensión media sobre el salario medio)

Como los ingresos de la Seguridad Social representan un porcentaje relativamente estable de las rentas salariales, es previsible que durante los siguientes años el número de pensionistas aumente más rápidamente que el de cotizantes, lo que provocará una **disminución de la pensión media sobre el salario medio**. Es decir, puesto que se espera que el número de pensiones pase de 9 a 15 millones en 2050, **para mantener la tasa de dependencia actual (y con ello, la tasa de reemplazo) sería necesario que el número de cotizantes a la Seguridad Social pasara de algo más de 16 a 27 millones**. Esto último parece poco probable, dadas las expectativas de evolución de la población durante los próximos años. Ante esta caída inminente de la pensión media sobre el salario medio, la sociedad española puede **elegir entre combinaciones de las siguientes alternativas**:

1. Aceptar la reducción de la pensión media sobre el salario medio y compensarla con **más recursos procedentes del ahorro privado**.
2. **Aumentar los recursos** destinados a pensiones públicas: más impuestos o menos gasto en otras partidas del gasto público.
3. Realizar reformas estructurales que **disminuyan la tasa de desempleo, aumenten la población ocupada y sus salarios** (más capital productivo, humano y tecnológico).

## Conclusiones

El sistema público de pensiones es una pieza fundamental del Estado de bienestar y, por lo tanto, necesita tener garantizada su sostenibilidad. La propuesta del Gobierno no solo establece el equilibrio presupuestario y la equidad intergeneracional, sino que **proporciona una mayor transparencia y una información muy relevante sobre la situación del sistema**. A medio y largo plazo, en los escenarios de crecimiento más probables, las pensiones serán **adecuadas y suficientes**:

1. El poder adquisitivo de las pensiones no disminuirá si se llevan a cabo las reformas adecuadas y
2. la pensión media en términos reales aumentará, aunque
3. la tasa de reemplazo disminuirá.

A **corto plazo**, el poder adquisitivo de las pensiones dependerá de la **intensidad de la recuperación económica y de sus efectos sobre los ingresos estructurales: a mayor crecimiento potencial, mayor revalorización**. Para afrontar **los retos que el factor de sostenibilidad plantea con transparencia**, la sociedad española puede **elegir combinaciones de las siguientes alternativas**:

1. Aceptar la reducción de la pensión media sobre el salario medio y compensarla con **más recursos procedentes del ahorro privado**.
2. **Aumentar los recursos** destinados a pensiones públicas: más impuestos o menos gasto en otras partidas del gasto público.
3. Realizar reformas estructurales que **disminuyan la tasa de desempleo, aumenten la población ocupada y sus salarios** (más capital productivo, humano y tecnológico).

Por lo tanto, todas las soluciones posibles caben dentro de la propuesta del Gobierno salvo una: financiar las pensiones corrientes con déficits estructurales, incumpliendo la Constitución y la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

## 5. Coyuntura regional: más demanda externa y menos consolidación fiscal

Los **últimos datos de coyuntura han confirmado las previsiones** regionales que se planteaban el trimestre anterior, **apoyadas en la mejoría del sector exterior, tanto de bienes como de servicios (turismo), si bien con una cierta dispersión a lo largo del territorio**. Así, algunas comunidades como Castilla-La Mancha, la Comunidad Valenciana o Galicia mantendrían un ritmo fuerte de crecimiento de las exportaciones de bienes en términos reales. Otras, como Cataluña o La Rioja, habrían registrado crecimiento en el tercer trimestre, tras un comportamiento relativamente negativo en la primera parte del año. Finalmente, Castilla y León y Extremadura mantienen caídas, posiblemente afectadas por la relevancia de sus ventas exteriores hacia Francia y Portugal.

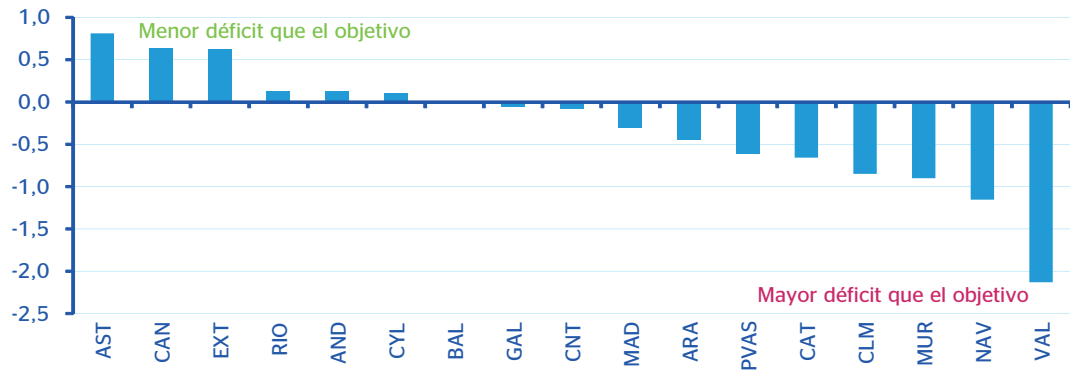
**Respecto al turismo, también se observa un comportamiento diferenciado por regiones.** En general, los destinos de playa se han visto beneficiados por la menor competencia de Oriente Próximo, Turquía y los países árabes, lo que ha favorecido nuevamente la afluencia de extranjeros a Baleares y Cataluña, y en menor medida, a Andalucía y la Comunidad Valenciana. Pero además, tras varios años de descensos, el turismo nacional ha mejorado ligeramente este verano, concentrándose en aquellos territorios que han realizado mayores esfuerzos de mejora de la competitividad en precios. Murcia, la Comunidad Valenciana y, en menor medida, Andalucía, se han visto beneficiadas por este comportamiento, que habría restado visitantes tanto a Cataluña como, especialmente, a Canarias y Baleares, en las que además afecta de forma relevante el coste de los desplazamientos. Las dos comunidades isleñas, además, muestran un comportamiento distinto de la península en cuanto a los precios hoteleros (con aumentos en 2013) que podrían haber frenado la demanda en el caso de Canarias.

**Por el lado de la consolidación fiscal, la implantación de los déficits asimétricos para este año permite menores esfuerzos fiscales en las comunidades que se encuentran en peor posición.** Al acercarse, por tanto, los niveles de esfuerzo fiscal a realizar por parte de los gobiernos autonómicos, se reducía la dispersión en el crecimiento este año. Con todo, aunque el esfuerzo a realizar en 2013 es considerablemente menor que en 2012, **no en todas las comunidades se estaría avanzando al ritmo necesario para cumplir con los objetivos**. Al respecto, el Gráfico 50 muestra para cada comunidad autónoma en qué posición se situaría frente a su objetivo de déficit de 2013 si el esfuerzo que se realiza durante el segundo semestre de este año es igual al que se realizó en el mismo periodo del año anterior. Téngase en cuenta, al respecto, que entonces se implantaron un buen número de medidas extraordinarias que ahora no están planteadas, siendo la más destacable la eliminación de la paga extraordinaria a los asalariados públicos. Por tanto, el resultado que se obtiene sería, en principio y en ausencia de nuevas medidas no anunciadas, un suelo de hasta donde podría llegar el déficit autonómico este año.

Solo La Rioja, Andalucía, Asturias, Canarias, Cantabria y Extremadura se encontrarían, a priori, en una mejor posición a finales del segundo trimestre, debiendo realizar un menor esfuerzo ahora que en el segundo semestre de 2012. Por el contrario, algunas CC.AA. disponen a estas alturas de un margen claramente inferior al incremento del déficit que tuvieron hace un año. Ante ello, Cataluña o Andalucía han anunciado ya nuevas medidas de ajuste, como la eliminación de la segunda paga extraordinaria a los trabajadores públicos. Pero este comportamiento no es generalizado, por lo que sería de esperar que se acelere la aplicación de medidas que permitan llegar al objetivo de déficit de final de año.

Gráfico 50

Desviación respecto del objetivo de déficit si en el segundo semestre de 2013 se observa el mismo comportamiento que en el segundo semestre de 2012 (pp del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

La combinación de ambos factores (la mejora de la coyuntura y la del efecto fiscal) queda reflejada en el Cuadro 8, donde se observa el impacto cualitativo de cada uno de ellos en las previsiones. En todo caso, la aceleración fiscal que se debe dar para alcanzar el objetivo casi no tendrá impacto en la actividad en 2013, aunque sí afectará la de 2014. En esta situación, comunidades como Cataluña, la Comunidad Valenciana, Murcia o Baleares vuelven a verse afectadas por la contribución negativa de su sector público a la actividad, mientras que en otras como Madrid, este efecto podría ser neutro en el corto plazo.

Cuadro 8

Efecto de la nueva información coyuntural y fiscal sobre las previsiones de crecimiento del PIB de 2013 y 2014

	2013			2014				
	Previsión realizada en agosto	Sesgo modelos	Sesgo fiscal	Previsión octubre	Previsión realizada en agosto	Sesgo modelos	Sesgo fiscal	Previsión octubre
Andalucía	-1,7			-1,6	Andalucía	0,6		0,6
Aragón	-1,4			-1,4	Aragón	1,0		1,0
Asturias	-1,7			-1,6	Asturias	1,1		1,0
Baleares	-0,2			0,0	Baleares	1,3		1,3
Canarias	-0,6			-0,7	Canarias	1,0		1,0
Cantabria	-1,7			-1,7	Cantabria	0,7		0,4
Castilla y León	-1,5			-1,5	Castilla y León	1,4		1,3
Castilla-La Mancha	-1,7			-1,7	Castilla-La Mancha	1,0		1,0
Cataluña	-1,3			-1,3	Cataluña	0,6		0,6
Extremadura	-1,0			-0,8	Extremadura	1,0		0,9
Galicia	-1,1			-1,3	Galicia	1,4		1,3
Madrid	-1,2			-1,1	Madrid	1,5		1,5
Murcia	-1,5			-1,5	Murcia	0,3		0,3
Navarra	-1,5			-1,5	Navarra	1,0		1,0
País Vasco	-1,2			-1,2	País Vasco	1,0		1,0
Rioja (La)	-1,5			-1,3	Rioja (La)	1,0		1,2
C. Valenciana	-1,8			-1,8	C. Valenciana	0,2		0,2
España	-1,4	0,1		-1,3	España	0,9		0,9

Verde: sesgo positivo; Rojo: sesgo negativo.

Fecha: 4 de noviembre de 2013.

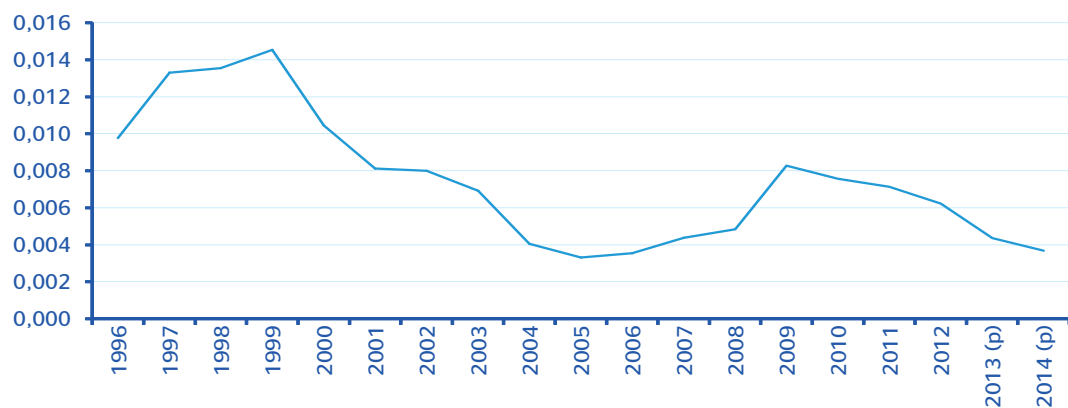
Fuente: BBVA Research



Finalmente, tras varios años de corrección de los desequilibrios en los que se había incurrido tanto en la época de expansión como durante la crisis, algunas comunidades autónomas pueden estar cerca de observar un punto de inflexión. Como se observa en el Gráfico 51, desde 2009 se ha producido una disminución de la volatilidad en el crecimiento de las comunidades autónomas. Lo anterior significa que la heterogeneidad ha disminuido entre ellas y se ha dado un comportamiento cada vez más uniforme. Sin embargo, hacia delante, la incipiente recuperación que se observa podría estar caracterizada por una mayor heterogeneidad, condicionada por el tamaño de los desequilibrios acumulados durante la expansión y la crisis, así como por la velocidad con la que estos se vayan corrigiendo en cada región.

Gráfico 51

**Desviación estándar del crecimiento por CC.AA.**



(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

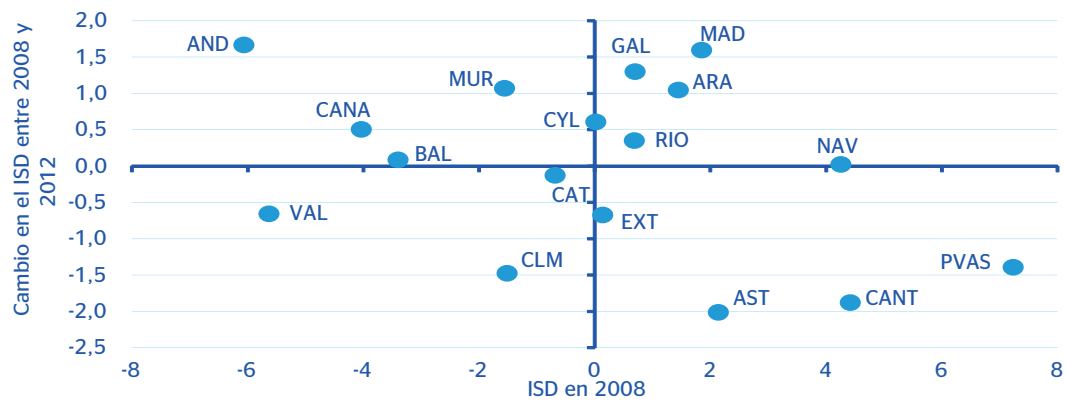
El avance en la absorción de estos y otros desequilibrios, es clave para asegurar, primero la estabilización de la economía y después la recuperación. El Gráfico 52 muestra qué comunidades habían alcanzado mayores y menores desequilibrios en 2008 de acuerdo al Índice Sintético de Desequilibrios - BBVA<sup>37</sup>, y cuál ha sido su evolución a lo largo de la crisis. Como puede observarse, la mayoría de las comunidades muestran una corrección de los desequilibrios, que es más notable en Madrid (que partía de una buena posición) y en Andalucía (aunque esta partía de una posición peor, y se mantiene aún en el grupo con mayores desequilibrios). En el otro extremo, se observan dos grupos de comunidades. El primero, formado por aquellas que, por partir de un menor nivel desequilibrios, no han tenido necesidad de corregirlos de manera acelerada, como País Vasco, Cantabria o Asturias. En este caso, la falta de avance podría considerarse un problema menor, toda vez que la posición en la que se encuentran actualmente las sitúa todavía con desequilibrios inferiores a la media. El segundo grupo, en cambio, muestra aquellas comunidades en las que los desequilibrios siendo más relevantes que en la media, continuaron incrementándose entre 2008 y 2012.

Estos desequilibrios suponen una restricción para el crecimiento futuro. Por ejemplo, una elevada sobreoferta inmobiliaria restringe la recuperación de la construcción residencial, o un mayor desajuste en las cuentas públicas supone una contribución diferencialmente negativa del sector público durante más tiempo. Por tanto, en la medida que el tamaño de estos desequilibrios sea relevante y no se reduzca, podría condicionar la capacidad de recuperación a medio y largo plazo.

37: Véase BBVA Research, Situación España Segundo trimestre de 2012, disponible aquí: [http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1205\\_Situacionespana\\_tcm346-326621.pdf?ts=31102013](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1205_Situacionespana_tcm346-326621.pdf?ts=31102013)

Gráfico 52

Indicador sintético de desequilibrios (ISD) de las CC.AA.



Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

Previsiones de crecimiento del PIB por CC.AA.

	2013	2014
Andalucía	-1,6	0,6
Aragón	-1,4	1,0
Asturias	-1,6	1,0
Baleares	0,0	1,3
Canarias	-0,7	1,0
Cantabria	-1,7	0,4
Castilla y León	-1,5	1,3
Castilla-La Mancha	-1,7	1,0
Cataluña	-1,3	0,6
Extremadura	-0,8	0,9
Galicia	-1,3	1,3
Madrid	-1,1	1,5
Murcia	-1,5	0,3
Navarra	-1,5	1,0
País Vasco	-1,2	1,0
Rioja (La)	-1,3	1,2
C. Valenciana	-1,8	0,2
<b>España</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,9</b>

Fecha: 4 de noviembre de 2013.  
Fuente: BBVA Research

## 6. Cuadros

Cuadro 10

**Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto**

<b>(Tasas interanuales, %)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Estados Unidos	2,5	1,8	2,8	1,6	2,3
UEM	1,9	1,6	-0,6	-0,4	1,1
Alemania	3,9	3,4	0,9	0,6	1,8
Francia	1,6	2,0	0,0	0,2	1,2
Italia	1,7	0,6	-2,6	-1,9	0,7
España	-0,3	0,4	-1,6	-1,3	0,9
Reino Unido	1,7	1,1	0,1	1,4	2,3
América Latina *	6,0	4,0	2,5	2,4	3,1
México	5,1	4,0	3,6	1,2	3,1
Brasil	7,5	2,7	0,9	2,6	2,8
EAGLES **	8,4	6,6	5,0	4,8	5,2
Turquía	9,2	8,5	2,2	3,7	3,6
Asia-Pacífico	8,2	6,0	5,3	5,2	5,3
Japón	4,7	-0,6	2,0	1,9	1,5
China	10,4	9,3	7,7	7,7	7,6
Asia (exc. China)	6,8	3,6	3,7	3,4	3,6
Mundo	5,1	4,0	3,3	2,9	3,6

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela

\*\* Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 11

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés a 10 años (Promedio)**

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,3	3,2
UEM	2,8	2,6	1,6	1,6	2,1

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 12

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)**

<b>Dólares (\$) por moneda nacional</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,75	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,33	1,31
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,64	0,64
Japón	87,8	79,7	79,8	97,3	109,9
China	6,77	6,46	6,31	6,19	6,02

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 13

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final de período)**

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	0,75	0,50	0,50
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,00

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 14

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

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB real	1,9	1,6	-0,6	-0,4	1,1
Consumo privado	1,0	0,3	-1,4	-0,5	0,7
Consumo público	0,6	-0,1	-0,5	0,2	0,4
Formación Bruta de Capital Fijo	-0,6	1,7	-3,8	-3,6	2,2
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	5,6	4,7	-4,2	-3,8	3,4
Equipo y Maquinaria	5,7	4,7	-4,2	-3,8	3,4
Construcción	-4,5	-0,3	-4,1	-4,3	0,6
Vivienda	-3,0	-0,3	-3,4	-3,0	2,0
Otros edificios y Otras Construcciones	-6,1	-0,2	-4,9	-5,7	-0,9
V. existencias (contribución al crecimiento)	0,6	0,2	-0,5	0,0	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	1,2	0,7	-2,2	-1,0	0,8
Exportaciones	11,4	6,7	2,7	1,7	3,9
Importaciones	9,8	4,6	-0,8	0,4	3,7
Demanda externa (contribución al crecimiento)	0,7	0,9	1,5	0,6	0,3
<b>Pro-memoria</b>					
PIB sin inversión en vivienda	2,2	1,7	-0,5	-0,2	1,0
PIB sin construcción	2,7	1,8	-0,2	0,1	1,1
Empleo total (EPA)	-0,5	0,3	-0,7	-0,9	0,1
Tasa de Paro (% Pobl. Activa)	10,1	10,2	11,4	12,0	12,0
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,0	0,1	1,2	2,1	2,1
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-6,2	-4,1	-3,7	-2,8	-2,4
IPC (media período)	1,6	2,7	2,5	1,5	1,4

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 15

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

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Actividad</b>					
PIB real	-0,2	0,1	-1,6	-1,3	0,9
Consumo privado	0,2	-1,2	-2,8	-2,6	0,1
Consumo público	1,5	-0,5	-4,8	-1,7	-1,6
Formación Bruta de Capital	-4,2	-5,6	-6,9	-6,3	0,6
Equipo y Maquinaria	5,0	5,5	-3,9	1,1	6,5
Construcción	-9,9	-10,8	-9,7	-11,0	-3,2
Vivienda	-11,4	-12,5	-8,7	-9,0	-0,7
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-0,6	-2,1	-4,1	-3,1	-0,1
Exportaciones	11,7	7,6	2,1	4,6	6,3
Importaciones	9,3	-0,1	-5,7	-1,0	3,4
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,4	2,1	2,5	1,8	1,1
PIB nominal	-0,1	0,1	-1,7	-0,4	1,8
(Miles de millones de euros)	1045,6	1046,3	1029,0	1024,5	1043,4
PIB sin inversión en vivienda	0,8	1,0	-1,2	-0,9	1,0
PIB sin construcción	1,8	2,0	-0,4	0,0	1,4
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	-2,3	-1,9	-4,5	-3,1	0,0
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,6	25,0	26,3	25,6
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-2,3	-2,2	-4,8	-3,3	-0,1
Productividad aparente del factor trabajo	2,1	2,3	3,1	2,1	1,0
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	1,8	3,2	2,4	1,5	1,1
Deflactor del PIB	0,1	0,0	0,0	0,8	0,9
Deflactor del consumo privado	1,9	2,5	2,5	1,4	1,2
Remuneración por asalariado	0,4	1,3	0,2	0,3	0,0
Coste laboral unitario	-1,7	-0,9	-2,9	-1,8	-1,0
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,5	-3,8	-1,1	1,2	1,8
<b>Sector público</b>					
Deuda (% PIB)	61,7	70,4	85,9	94,4	98,5
Saldo AA.PP. (% PIB) (*)	-9,6	-9,1	-6,8	-6,8	-5,8
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	-2,5	0,0	-2,8	-1,1	-1,0
Tasa de ahorro (% renta nominal)	13,9	12,7	10,5	10,8	8,7

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

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

**Anabel Arador**  
+34 93 401 40 42  
ana.arador@grupobbva.com

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

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

Con la colaboración de:

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

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

**Laura González Trapaga**  
+34 91 807 51 44  
laura.gonzalez.trapaga@bbva.com

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

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

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

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

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

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

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

Sistemas Financieros  
**José Félix Izquierdo**  
jfelix.izquierd@bbva.com

**Amanda Tabanera González**  
+34 91 807 51 44  
amanda.tabarena@bbva.com

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

## BBVA Research

### *Economista Jefe del Grupo*

**Jorge Sicilia**

### *Economías Emergentes:*

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

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

México  
**Carlos Serrano**  
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Jorge Selaive**  
jselaive@bbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

### *Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

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

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

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

### *Áreas Globales:*

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

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

### *Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.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

## 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](http://www.bbvaresearch.com)  
Depósito Legal: M-31254-2000