

Resumen

El informe de proyecciones elaborado por el Servicio de Estudios constituye el documento base de la información que el Banco de España remite al Ministerio de Economía y Competitividad sobre la situación cíclica, según lo establecido en la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera¹. Hasta el presente ejercicio, el informe constituía la única ocasión en que el Banco publicaba un cuadro completo de proyecciones macroeconómicas (con un horizonte temporal de dos años). En línea con los desarrollos recientes en el ámbito de la publicación de proyecciones macroeconómicas por parte de organismos oficiales y bancos centrales, el Banco de España ha decidido publicar, a partir del próximo mes de abril, la actualización regular de dichas proyecciones en las sucesivas ediciones del «Informe trimestral de la economía española».

El presente informe describe la situación actual y las perspectivas de la economía española para el bienio 2014-2015, con la información disponible a fecha 14 de marzo.

En el último año se ha producido una progresiva relajación de las tensiones financieras que han afectado a la economía española, con intensidad variable, desde el comienzo de la crisis. La dimensión más visible de este proceso de normalización de las condiciones financieras agregadas ha sido la relajación sustancial de la prima de riesgo soberano, que, en términos del diferencial con el bono alemán, se ha reducido desde niveles próximos a 360 puntos básicos (pb) a comienzos de 2013 hasta valores alrededor de 180 pb al cierre de este informe. El abaratamiento del coste de financiación se ha percibido también, aunque, en general, con menor intensidad que en el caso de la deuda pública, en el resto de sectores residentes —singularmente, instituciones financieras—, y los flujos netos de financiación exterior han vuelto a presentar un signo positivo.

Junto con la moderación de la intensidad del ajuste presupuestario y los progresos en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, el alivio de las tensiones financieras y la consiguiente reducción de la incertidumbre permitieron, a lo largo de 2013, una gradual mejora de la actividad económica, de modo que la economía española abandonó, en el tercer trimestre del pasado año, la recesión que se había iniciado en la primavera de 2011 y, en los meses finales del ejercicio, creó empleo neto, por primera vez desde 2008. No obstante, el efecto arrastre que se derivó del acusado retroceso del producto en el último trimestre del año anterior hizo que 2013 se cerrara con una caída del PIB del 1,2 % y con un descenso de la ocupación del 3,4 %.

Para el bienio 2014-2015 se espera que se consolide la incipiente recuperación de la actividad, con tasas de crecimiento positivas superiores al 1 % y un patrón en la composición de la demanda similar al observado en el tramo final de 2013, en el que la demanda interna tomará progresivamente el relevo del sector exterior como la principal fuente de contribución al crecimiento del PIB, alentada por la mejora de la confianza y una cierta relajación adicional de las condiciones financieras. La recuperación de la demanda interna,

¹ En concreto, la ley establece en su artículo 15.1 que, en el primer semestre de cada año, el Gobierno deberá fijar anualmente el objetivo de estabilidad presupuestaria y el objetivo de deuda referidos a los tres ejercicios siguientes; y el apartado 5 del citado precepto señala que la propuesta de fijación de objetivos deberá ir acompañada de un informe elaborado por el Ministerio de Economía y Competitividad en el que se evalúe la situación económica que se prevé para dicho horizonte, previa consulta al Banco de España, y teniendo en cuenta las previsiones del Banco Central Europeo y de la Comisión Europea.

no obstante, tendrá lugar a un ritmo más moderado que en otros episodios de recuperación, dada la profundidad de algunos de los efectos de la crisis sobre la situación real y financiera de numerosos agentes y sectores. En particular, se espera que el consumo de los hogares registre tasas positivas en el período de proyección, apoyado por la mejoría del mercado de trabajo, si bien el ritmo de avance del gasto será todavía comedido.

Por su parte, los reducidos flujos de iniciación de nuevas viviendas en el pasado reciente apuntan a una prolongación de las caídas de la inversión residencial, a un ritmo que, no obstante, se prevé cada vez menor, hasta alcanzar un punto de inflexión hacia el final del horizonte de proyección. Por otro lado, la inversión productiva privada se irá fortaleciendo en los próximos trimestres, impulsada por el dinamismo del sector exportador y por la necesidad de muchas empresas de reponer una parte de su capital. Finalmente, se supone una ligera ralentización del ritmo de ajuste del gasto de las AAPP en bienes de consumo e inversión en 2014, en comparación con lo ocurrido en 2013, que volvería a acelerarse en 2015.

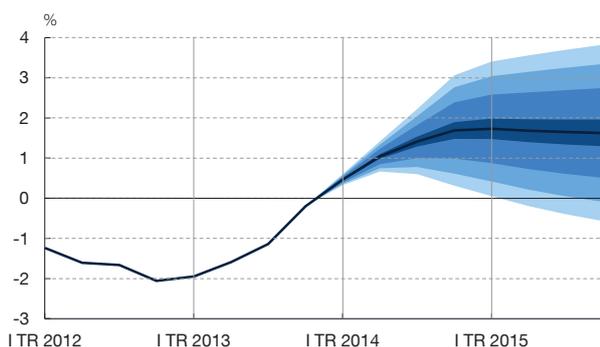
De acuerdo con las proyecciones sobre la evolución de la economía mundial, la desaceleración que los mercados de exportación españoles experimentaron al final de 2013 tendría un carácter transitorio, con una mejora gradual que iría asentándose a lo largo del horizonte de proyección. Por otro lado, se esperan, como en años anteriores, ganancias adicionales en competitividad que posibilitarán ritmos de crecimiento de las exportaciones españolas algo más pronunciados que el de los propios mercados de destino. Como consecuencia de ello, se prevé que la tasa de avance de las exportaciones registre incrementos medios anuales algo mayores que en 2013. También se espera que las importaciones aumenten su ritmo de avance como consecuencia no solo del fortalecimiento gradual de la demanda final, sino también de su composición, al preverse que la inversión empresarial y las exportaciones, rúbricas muy intensivas en bienes y servicios importados, adquieran un peso relativo elevado. Como resultado de los flujos comerciales proyectados, la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del producto se reducirá notablemente, si bien seguirá siendo positiva.

La moderación salarial registrada en el período más reciente y, en general, la flexibilización del mercado de trabajo inducida por la reforma laboral aprobada en 2012 han permitido, entre otros factores, adelantar el proceso de creación neta de puestos de trabajo, a pesar de la naturaleza todavía endeble de la recuperación de la actividad. En el período de proyección se espera que, para un crecimiento dado del producto, aumente la intensidad del proceso de creación de empleo. La desaceleración resultante de la productividad aparente del trabajo no interrumpirá la senda descendente de los costes laborales unitarios, dada la esperada continuidad de la moderación salarial.

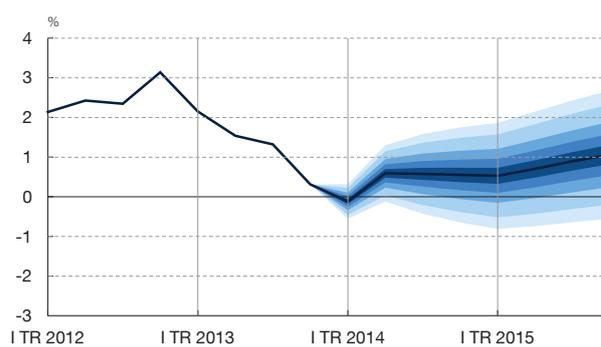
Se espera que la inflación, medida por el deflactor del consumo privado, prosiga experimentando crecimientos muy modestos, aunque positivos y ligeramente ascendentes a lo largo del horizonte de proyección, dadas la contenida recuperación del consumo privado y la ralentización de los descensos de los costes del factor trabajo. Teniendo en cuenta el elevado grado de holgura existente en la economía, no cabe suponer que el repunte del consumo vaya a repercutir en presiones significativas sobre los precios.

Por su parte, la mejora del saldo exterior se prolongará durante los dos próximos años, lo que permitirá aumentar la capacidad de financiación de la economía hasta el 2,1 % del PIB en 2014 y el 2,5 % en 2015. Ello posibilitará un modesto avance en la reducción del endeudamiento externo, que todavía se mantendrá en niveles muy elevados. Desde una

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanuales



DEFLACTOR DEL CONSUMO PRIVADO
Tasas de variación interanuales



Probabilidad de que el PIB o el deflactor del consumo privado se sitúe dentro del intervalo (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
Último dato observado: cuarto trimestre de 2013.

a El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20 %, 40 %, 60 %, 80 % y 90 %, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos.

perspectiva sectorial, la mejora de la capacidad de financiación será básicamente el resultado de la corrección del déficit público, según las proyecciones que se derivan de los supuestos recogidos en la tercera sección de este informe. Por su parte, los hogares y las empresas no financieras mantendrán una capacidad de financiación relativamente elevada, en línea con la observada en 2013, lo que, en el caso de las sociedades, servirá de punto de apoyo de la inversión.

Por las razones apuntadas anteriormente, las proyecciones formuladas en este informe están rodeadas de un nivel de incertidumbre algo más acotado que en ejercicios previos. No obstante, la economía española sigue inmersa en un ajuste, cuya culminación no está exenta de dificultades y riesgos. Una manera de aproximar la incertidumbre que rodea estas proyecciones es por medio de los intervalos de confianza que proporcionan las desviaciones con respecto al escenario central que cabe esperar, para distintas probabilidades, a partir de los errores de previsión que se cometieron en el pasado. Esos rangos se representan de una manera sintética en el gráfico 1.

En el actual ejercicio de proyecciones se considera que los riesgos de desviación del PIB respecto al escenario central se inclinan hacia la posibilidad de una senda de menor actividad, como resultado de una posible desaceleración más pronunciada de las economías emergentes que la que se anticipa en el escenario central, así como de una eventual intensificación del ajuste fiscal, especialmente en 2015, mayor que la implícita en las proyecciones del presente documento y, por consiguiente, más coherente con los objetivos de reducción del déficit público trazados. En sentido contrario, no se puede descartar, sin embargo, que se estén infravalorando el ritmo y el alcance futuros de los procesos que han permitido a la economía española retomar tasas de crecimiento positivas en los últimos trimestres, y de manera singular los relativos a la recuperación del empleo y a la normalización de las condiciones financieras, que, en ambos casos, constituyen elementos fundamentales para mejorar la confianza de los agentes. Asimismo, el impacto de las reformas adoptadas recientemente sobre el funcionamiento de algunos mercados de bienes

y servicios y del mercado laboral, de difícil cuantificación en estos momentos, puede inducir una senda de actividad y empleo más favorable que la contemplada en este informe.

En el ámbito de la inflación, se estima que los riesgos están ligeramente sesgados a la baja a lo largo del horizonte de proyección. En particular, el repunte del deflactor del consumo privado que se proyecta como consecuencia del mayor dinamismo del gasto de los hogares podría no materializarse completamente, dado el elevado nivel de holgura existente en la economía. Asimismo, una eventual desaceleración de algunas de las economías emergentes más demandantes de materias primas y productos energéticos, junto con una apreciación del tipo de cambio del euro más intensa que la anticipada, podría determinar una mayor moderación en el coste de estos insumos, con el consiguiente impacto negativo en los precios internos. Por el contrario, posibles ajustes en la senda de consolidación fiscal que comportaran cambios en la imposición indirecta o en algunos precios regulados darían lugar a aumentos en los precios.

En los dos epígrafes siguientes se describen, respectivamente, los supuestos externos y las hipótesis fiscales sobre las que descansan las proyecciones. Más adelante, se desarrollan con mayor detalle las proyecciones macroeconómicas para la economía española, cuyos rasgos principales se han expuesto en este resumen. El informe concluye con una discusión sobre los riesgos principales que rodean el escenario central. Se incluye, además, un recuadro en el que se analizan las revisiones de las proyecciones macroeconómicas y el papel que desempeñan los cambios en los supuestos sobre los que se basan.

Los supuestos externos de las proyecciones

Las proyecciones recogidas en este informe se basan en determinados supuestos acerca de la evolución de un conjunto de variables exógenas a lo largo del horizonte de proyección (véase cuadro 1). El procedimiento utilizado en la elaboración de estos supuestos es el empleado por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales del Eurosistema en los ejercicios trimestrales de proyección macroeconómica. En el caso del tipo de cambio del euro, las cotizaciones de la Bolsa española, los precios del petróleo y los tipos de interés a tres meses y a diez años, los supuestos se elaboran a partir de la evolución de los mercados correspondientes durante los diez días hábiles inmediatamente anteriores a la fecha de cierre de la recogida de los datos utilizados en este informe². Con relación al tipo de cambio, el supuesto realizado es que el nivel medio observado en el mercado de contado se mantiene durante el período de proyección, lo que supone que el tipo de cambio se situará, por término medio, en 1,38 dólares por euro tanto en 2014 como en 2015, esto es, un 3,9% por encima del nivel medio de 2013. Por lo que respecta al precio del petróleo en dólares, se han tomado las cotizaciones en los mercados de futuros, lo que arroja sendos descensos del 1,5% y del 3,9% en 2014 y 2015. La senda de los tipos de interés del euríbor a tres meses, que se deriva de las expectativas implícitas en el mercado de futuros, contempla su mantenimiento en niveles muy reducidos, aunque algo superiores a los observados en 2013. En concreto, esta referencia repuntaría en una décima en 2014, hasta el 0,3%, y en otra décima adicional en 2015. Por lo que respecta a las rentabilidades de la deuda pública a diez años, cuya trayectoria se proyecta a partir de las expectativas implícitas en la curva de rendimientos, estas se situarían, en el promedio de 2014, en el 3,6%, lo que supone un descenso significativo frente al 4,6% de 2013, y experimentarían un repunte posterior en 2015, hasta el 4%.

² La fecha de cierre es, en este caso, el 14 de marzo. La consideración exclusiva de los precios medios de las operaciones cruzadas en los mercados en la propia jornada en que se cierra la recogida de información presentaría el inconveniente de que el nivel de alguna de esas variables podría verse afectado desproporcionadamente por movimientos muy elevados de las cotizaciones en ese día concreto. Se considera que ese inconveniente es potencialmente más relevante que la ventaja que resultaría de reflejar la información más reciente relativa a la formación de precios. Por este motivo, se opta por obtener los supuestos a partir de un período más amplio.

Las proyecciones macroeconómicas suelen estar sometidas a procesos de revisión de intensidad variable, dependiendo del desfase temporal entre el momento en que se realizan y la disponibilidad de los datos definitivos y de la magnitud de los cambios que se puedan producir en el entorno macrofinanciero durante este período. Una forma de evaluar estas revisiones es a través del cómputo de los errores de predicción, definidos como la diferencia entre el dato observado de una variable y la predicción que se efectuó previamente.

En el gráfico 1 se presentan los errores de predicción de la tasa de variación del PIB del año corriente y del siguiente correspondientes a los informes de proyección del Banco de España, junto con los publicados en momentos similares de tiempo por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Comisión Europea (CE). En general, se observa que el tamaño de los errores fue similar entre las distintas instituciones.

Además, las predicciones realizadas con menor desfase temporal son más precisas, dado que la incertidumbre es inferior. Como se puede comprobar en el gráfico 2, donde se muestran las proyecciones de crecimiento del PIB de la economía española realizadas para los años 2009 a 2014 por cada una de las instituciones anteriores en cada momento, las proyecciones tienden a revisarse en la misma dirección por todos los analistas, una vez que estos procesan la nueva información disponible. Por lo tanto, la comparación de los errores de proyección entre instituciones solo puede hacerse adecuadamente si se tiene en cuenta el momento preciso en que se efectuó cada proyección.

Con una perspectiva temporal más amplia, otro aspecto destacable es que se observa un deterioro generalizado de la capacidad predictiva durante la crisis en todas las instituciones analizadas, asociado a un aumento significativo de la incertidumbre en este período. Para el caso de las proyecciones del Banco de España, por ejemplo, los errores absolutos medios en la predicción del PIB

en el período 2008-2013 son más de dos veces superiores a los observados durante 1999-2007, lo que ha dado lugar también a un incremento de las bandas de confianza con que se mide la incertidumbre en torno a la predicción central.

Resulta de interés también identificar los factores que subyacen a los errores de previsión. En este sentido, dado que las proyecciones descansan sobre un conjunto de supuestos relativos a la evolución de determinadas variables exógenas a lo largo del horizonte de previsión, una primera aproximación consiste en determinar qué parte de los errores es atribuible a desviaciones en esos supuestos. Los resultados de un ejercicio de estas características, utilizando el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), se presentan a continuación para las proyecciones del Banco de España en el período 2009-2013. En concreto, en el gráfico 3 se muestra una descomposición de estos errores de proyección, haciendo uso de los coeficientes estimados del modelo de la sensibilidad del PIB a variaciones en cada una de las variables exógenas. Se observa que, con carácter general, las desviaciones en los supuestos exógenos relativos al crecimiento de los mercados mundiales, el precio del petróleo, los tipos de interés, la oferta de crédito, los precios de la Bolsa y de la vivienda, el crecimiento de la población y los supuestos sobre el comportamiento de la política fiscal permiten explicar la práctica totalidad del error absoluto medio de predicción a dos años.

De todos estos factores exógenos, el relativo al comportamiento de la demanda mundial ha sido especialmente relevante desde que se iniciara la crisis económica y financiera internacional, pues se han producido cambios bruscos en las perspectivas macroeconómicas mundiales. Los supuestos sobre el comportamiento de la política fiscal han desempeñado también un papel muy importante, en particular en los últimos ejercicios, caracterizados por la aplicación de un proceso de consolidación fiscal sin precedentes y con cambios en los planes presupuestarios a lo largo de un mismo ejercicio. En concreto, las diferencias entre los supuestos

1 ERRORES DE PREVISIÓN A UNO Y A DOS AÑOS (a)



FUENTES: Banco de España (BDE), Fondo Monetario Internacional (FMI) y Comisión Europea (CE).

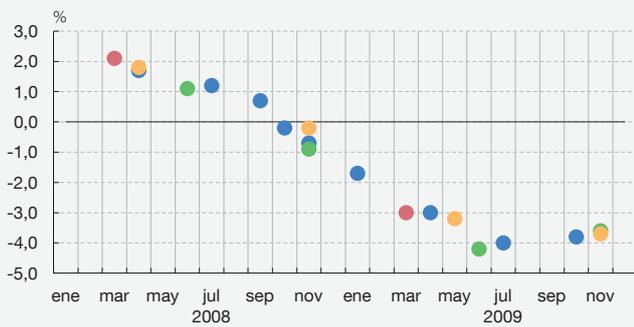
a Los errores de predicción para T y T+1 son la diferencia entre el crecimiento observado del PIB y la previsión de cada institución en el año corriente y en el siguiente al origen de la previsión, respectivamente.

sobre la evolución de la demanda mundial y los observados explican cerca del 43 %, en promedio, de los errores observados en el período analizado. A su vez, la discrepancia entre los supuestos fiscales de las proyecciones (que afectan básicamente a las medidas presupuestarias que se incluyen en la previsión) y la política presupuestaria finalmente instrumentada permite explicar alrededor del 24 %, en promedio, de los errores de proyección en el período analizado.

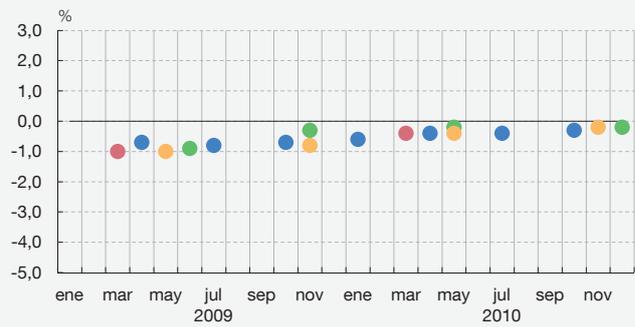
Para entender adecuadamente el efecto de los supuestos fiscales en las proyecciones macroeconómicas, debe tenerse en cuenta que estas últimas se suelen realizar bajo el supuesto de que la política fiscal no se modifica en el horizonte de previsión, de manera que solo las medidas fiscales ya aprobadas se incorporan en las proyecciones. Sin embargo, en el período reciente de consolidación fiscal se ha adoptado con carácter general una definición más flexible de este supuesto, de forma que se incorporan no solo

2 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB ELABORADAS POR DISTINTAS INSTITUCIONES (a)

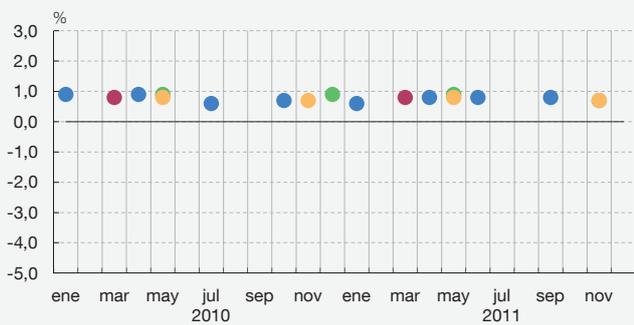
PIB 2009



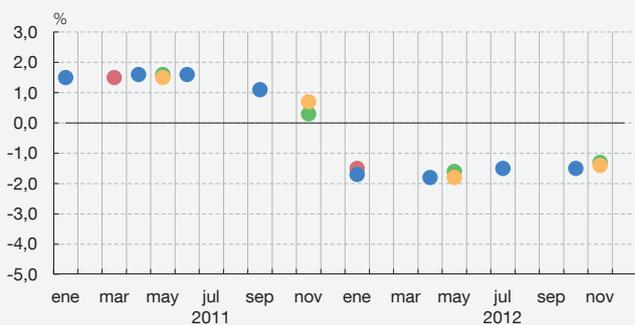
PIB 2010



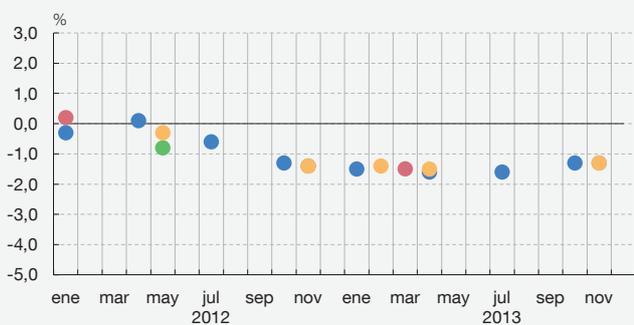
PIB 2011



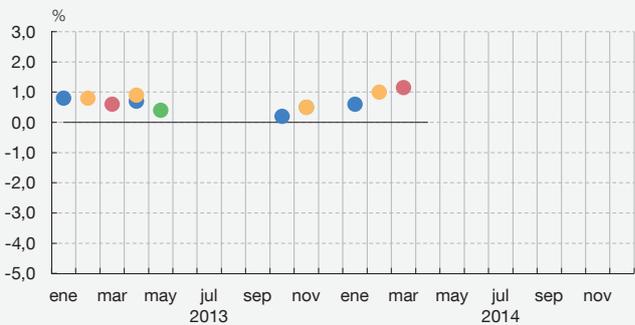
PIB 2012



PIB 2013



PIB 2014



● BANCO DE ESPAÑA ● FMI ● OCDE ● CE

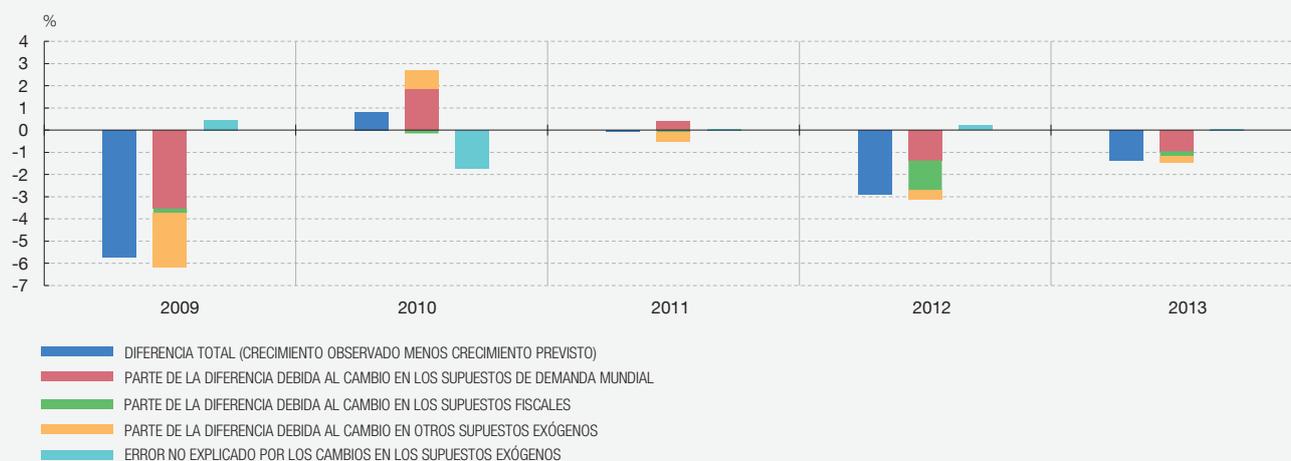
FUENTES: Banco de España, Fondo Monetario Internacional, OCDE y Comisión Europea.

a El eje de abscisas señala el momento en que se formuló cada previsión.

las medidas fiscales ya aprobadas, sino también aquellas que se considera puedan ser instrumentadas con elevada probabilidad por haber sido anunciadas con suficiente grado de detalle. Esta aproximación más flexible tiene la ventaja de que reduce significativamente las discrepancias entre los supuestos fiscales iniciales y la política fiscal finalmente adoptada, si bien no las elimina completamente, en particular para los horizontes de proyección más alejados, para los cuales los planes presupuestarios se encuentran definidos normalmente con menor grado de detalle.

Las proyecciones macroeconómicas que se presentan en este informe para los ejercicios 2014 y 2015 se han realizado según este último criterio (véase contenido principal del informe). No se puede descartar, por tanto, que, una vez se conozca la totalidad de las medidas de ajuste presupuestario para ese año, con un contenido más restrictivo que el que se incorpora en este ejercicio de proyección, el avance del PIB sea inferior en 2015 al que se contempla en este ejercicio, en una magnitud difícil de cuantificar con precisión.

3 CONTRIBUCIONES DE LOS CAMBIOS DE LOS SUPUESTOS A LOS ERRORES DE PREVISIÓN DEL PIB A DOS AÑOS VISTA



FUENTES: Banco de España, Fondo Monetario Internacional y Comisión Europea.

Los supuestos realizados sobre estos dos tipos de interés de referencia sirven de punto de partida para las proyecciones referidas al coste de la financiación obtenida por familias y empresas. Se considera que este coste experimentará modificaciones reducidas con respecto a los niveles actuales. También se supone que las restantes condiciones de concesión de crédito, distintas de los propios tipos de interés, experimentarán una mejoría gradual a lo largo del período de proyección. Entre los determinantes de la riqueza de los hogares, se consideran oscilaciones moderadas en las cotizaciones bursátiles, mientras que los precios de la vivienda prolongarán la tendencia actual de caídas progresivamente menores, hasta estabilizarse hacia el final del horizonte de proyección.

La evolución prevista de los mercados de exportación españoles se ha elaborado a partir del reciente ejercicio de proyección macroeconómica para el conjunto del área del euro llevado a cabo por los expertos del BCE y publicado en el *Boletín Mensual* de esta institución correspondiente al mes de marzo. En particular, se espera una progresiva recuperación del crecimiento de estos mercados, como consecuencia del tono más expansivo previsto para el conjunto de economías desarrolladas, después del modesto empuje que mostraron en 2013. En concreto, el crecimiento proyectado para los mercados de exportación sería de un 3,8 % en 2014 [2,1 puntos porcentuales (pp) más que en 2013] y del 5 % en 2015.

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2010	2011	2012	2013	Proyección	
					2014	2015
Entorno internacional						
Producto mundial	5,2	3,9	3,1	2,8	3,6	3,7
Mercados mundiales	12,9	6,4	3,1	2,8	4,6	5,8
Mercados de exportación de España	10,8	4,8	1,0	1,7	3,8	5,0
Precio del petróleo, en dólares (nivel)	79,6	111,0	112,0	108,8	107,2	103,1
Precios de exportación de los competidores, en euros	7,0	4,6	3,9	-2,1	-1,2	1,1
Condiciones monetarias y financieras						
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,33	1,39	1,28	1,33	1,38	1,38
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,8	1,4	0,6	0,2	0,3	0,4
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	4,2	5,4	5,8	4,6	3,6	4,0

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.
 Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2013.

a Fecha de cierre de las predicciones: 14.3.2014.

Los supuestos fiscales

Tras cuatro años de consolidación presupuestaria, el ajuste fiscal pendiente seguirá siendo uno de los principales condicionantes de la evolución macroeconómica en el horizonte de previsión que cubre este informe. Desde 2009, el déficit de las AAPP se ha reducido en 4,6 puntos de PIB (excluyendo las ayudas a las instituciones financieras). De acuerdo con los objetivos presupuestarios aprobados en el ámbito europeo, el déficit público debería reducirse en cerca de 2,5 puntos adicionales en 2014-2015.

La excepcionalidad del proceso de consolidación fiscal y sus repercusiones macroeconómicas aconsejan que el tratamiento de las medidas de política fiscal en estas proyecciones se aparte en algunos aspectos de la práctica habitual, según la cual se supone que la política fiscal no se modifica en el horizonte de previsión, de manera que solo las medidas fiscales ya aprobadas se incorporan en las proyecciones. Como ya se señaló en los informes de proyecciones de los tres últimos años, la aplicación mecánica de este supuesto no resulta adecuada en situaciones de ajuste fiscal de carácter extraordinario, pues introduciría sesgos significativos en las proyecciones macroeconómicas. Para minimizar este problema, en el presente informe se han seguido los siguientes criterios. En el caso del gasto, las proyecciones incorporan, además de las medidas de política fiscal ya aprobadas, una estimación del impacto de los planes oficiales de medio plazo y la continuación de la tendencia al ajuste de determinadas partidas. En el caso de los ingresos, se ha incluido únicamente el impacto de las medidas que han sido ya aprobadas.

En este contexto, los supuestos fiscales que han servido de base a las proyecciones macroeconómicas incorporan las medidas del Plan Presupuestario 2014, que fueron validadas posteriormente por los Presupuestos Generales del Estado, de la Seguridad Social y de las Comunidades Autónomas para este año. En concreto, por el lado de los gastos, se incluye la subida del 0,25 % de las pensiones, en línea con la aplicación del factor de revalorización, la congelación de los salarios públicos, los planes de empleo público que suponen continuar con la limitación de la oferta de empleo público, la restricción de la inversión pública, así como el descenso en el gasto en consumo final asociado a la entrada en vigor de la reforma de la Administración Local, en particular a partir de 2015, en línea

con las estimaciones oficiales. Asimismo, se supone una moderación significativa de las transferencias y subvenciones, así como la caída del gasto en prestaciones por desempleo por la dinámica del mercado de trabajo.

A su vez, por el lado de los ingresos, las principales medidas incluyen los efectos en 2014 y 2015 derivados de la ampliación de las bases del impuesto sobre sociedades, el aumento de las bases máximas de las cotizaciones sociales, las rebajas de las cotizaciones sociales a la contratación indefinida aprobadas recientemente, así como las actuaciones incorporadas en la Ley de Emprendedores. Asimismo, se supone que el gravamen complementario del IRPF, que habría aumentado la recaudación en 2012, 2013 y 2014, expira en 2015, en línea con la legislación actualmente en vigor, con un impacto negativo sobre la recaudación, que se puede estimar en este último año en torno a 0,5 puntos de PIB.

Como resultado de todos estos supuestos, se espera que el déficit de las AAPP se sitúe en 2014 en línea con el objetivo fijado por el Consejo Europeo el pasado mes de junio (déficit del 5,8 % del PIB). Para el año 2015 se asume, sin embargo, una reducción del déficit público inferior, de 0,3 pp del PIB, hasta el 5,5 % en este ejercicio de previsión. Este supuesto refleja la falta de especificación de las medidas para 2015, y dicha cifra debería reducirse una vez se conozca la totalidad de los planes de ajuste presupuestario para ese año, que se realizará en la Actualización del Programa de Estabilidad que se publicará el 30 de abril y/o en los Presupuestos de las distintas AAPP, que se conocerán en otoño.

Perspectivas de la economía española

Tras la incipiente recuperación de la actividad que se ha observado desde la segunda mitad de 2013, se espera que el avance de la economía española prosiga a lo largo del presente ejercicio. En concreto, bajo el conjunto de supuestos que se acaba de describir, se proyecta un crecimiento del PIB del 1,2 % en 2014 (véase cuadro 2). Esta tasa sería la primera positiva, en términos de promedios anuales, tras el 0,1 % de 2011, y la más elevada desde 2007.

La mejora proyectada del entorno macroeconómico se asienta sobre varios factores, entre los que destacan la reducción de la incertidumbre agregada, la mejora reciente en la evolución del empleo y el alivio gradual de las condiciones financieras. Estos desarrollos han discurrido de forma paralela a la normalización del acceso de la economía española a la financiación exterior. A lo largo del período de proyección se espera un fortalecimiento del entorno exterior, así como cierta mejoría adicional de las condiciones financieras, que, en particular, habrá de verse reflejada paulatinamente en unas condiciones crediticias menos estrictas. En la medida en que esta tendencia prosiga, la recuperación de la actividad y del empleo continuará, si bien no cabe esperar una recuperación vigorosa ni exenta de riesgos en estas primeras fases, dado que los procesos de ajuste en curso —desendeudamiento y consolidación presupuestaria— continuarán ejerciendo efectos restrictivos sobre la actividad.

En cuanto a la composición del crecimiento del producto, se espera que la tendencia observada en el segundo trimestre de 2013, hacia un mayor peso de la demanda nacional a expensas de la demanda exterior neta, se consolide en el período de proyección (véase gráfico 2). En concreto, se proyecta un avance de la demanda nacional en 2014 de un 0,3 %, su primera tasa positiva desde 2007. Por su parte, la contribución al crecimiento del producto de la demanda exterior neta ascendería a 0,8 pp. En 2015 estas tendencias continuarían, con una aceleración de la demanda nacional hasta una tasa del 1 % y una disminución adicional de una décima de la contribución del saldo neto exterior al avance del producto, que, conjuntamente, determinarían un crecimiento del PIB del 1,7 %.

Tasas de variación anual sobre volumen y porcentaje del PIB

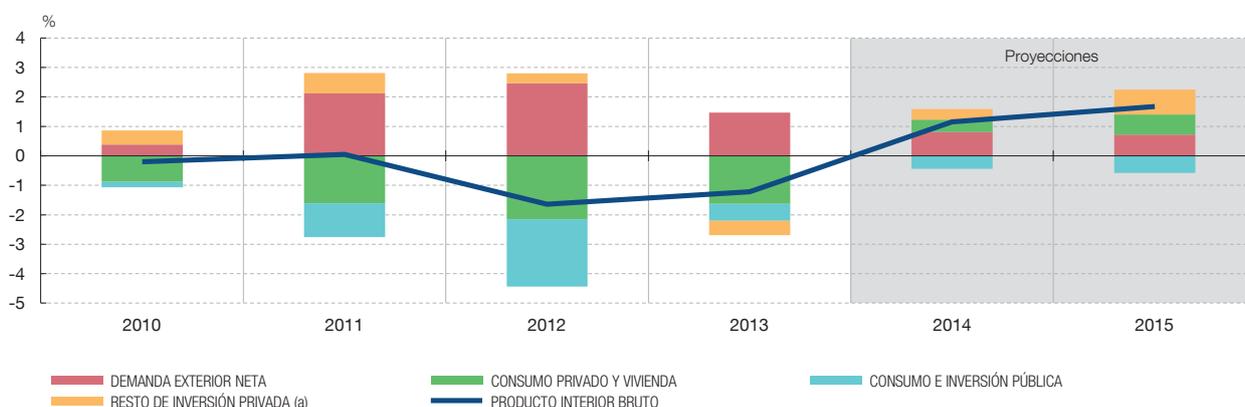
	2010	2011	2012	2013	Proyección	
					2014	2015
PIB	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	1,2	1,7
Consumo privado	0,2	-1,2	-2,8	-2,1	1,1	1,2
Consumo público	1,5	-0,5	-4,8	-2,3	-1,5	-2,5
Formación bruta de capital fijo	-5,5	-5,4	-7,0	-5,1	0,0	4,2
Inversión en bienes de equipo	4,3	5,3	-3,9	2,2	6,3	7,5
Inversión en construcción	-9,9	-10,9	-9,7	-9,6	-4,4	1,7
Exportación de bienes y servicios	11,7	7,6	2,1	4,9	5,1	6,1
Importación de bienes y servicios	9,3	-0,1	-5,7	0,4	3,0	4,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-0,6	-2,1	-4,1	-2,7	0,3	0,9
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,4	2,1	2,5	1,5	0,8	0,7
Deflactor del consumo privado	1,9	2,5	2,5	1,3	0,4	0,8
Costes laborales unitarios	-1,7	-1,0	-3,0	-1,6	-0,7	-0,9
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4	0,4	0,9
Tasa de paro (% de la población activa)	20,1	21,6	25,0	26,4	25,0	23,8
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	13,9	12,7	10,4	10,0	9,5	9,7
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-3,8	-3,5	-0,6	1,5	2,1	2,5
Capacidad(+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB) (b)	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1	-5,8	-5,5

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2013.

- a Fecha de cierre de las predicciones: 14.3.2014.
- b En la fecha de envío a edición de este informe no se conoce el dato de cierre de la cuenta del sector AAPP en 2013, que será publicado al finalizar el mes de marzo. La previsión de 2013 incluye el impacto estimado sobre el déficit de las AAPP de las ayudas a las IIFF. Las proyecciones fiscales 2014-2015 se han realizado con la metodología del Eurosistema (ausencia de cambio en política fiscal).

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB

GRÁFICO 2



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Último dato observado: cuarto trimestre de 2013.

- a Incluye la variación de existencias.

Entre los componentes de la demanda privada se prevé que el consumo de las familias crezca en 2014 y 2015, tras los descensos de los tres años precedentes. Este avance se verá favorecido por el moderado aumento de la renta disponible nominal, a su vez alentado por las ganancias de empleo, y, en 2015, por una contribución menos negativa del componente fiscal, de acuerdo con los supuestos que se han descrito en la sección pre-

cedente. Los reducidos crecimientos previstos de los precios de los bienes de consumo contribuirán adicionalmente al aumento de la renta en términos reales. No obstante, el incremento del gasto de las familias a lo largo del horizonte de proyección será relativamente modesto, pues las necesidades de desendeudamiento del sector seguirán limitando la recuperación del gasto de los hogares. Así, se espera que el consumo privado aumente un 1,1 % en 2014, y a una tasa algo más alta en 2015. Estas proyecciones serían coherentes con un ligero descenso de la tasa de ahorro de los hogares en 2014, hasta el 9,5 %, y con un modesto repunte de dos décimas en 2015.

Se espera que los descensos observados en la inversión residencial entre 2008 y 2013 se prolonguen en el bienio del horizonte de proyección. No obstante, los retrocesos serán cada vez menores, previéndose una caída en el entorno del 5 % en 2014 y una tasa negativa, pero cercana a la estabilización, en 2015. Esta proyección se basa en la trayectoria reciente de la cifra de visados de edificación residencial, que, en todo caso, parece anticipar que el ajuste de este componente de la demanda podría completarse hacia el final del horizonte de proyección. En un contexto en el que continúa existiendo un elevado número de viviendas sin vender, estas perspectivas se apoyan, además, en el previsible mantenimiento de un volumen de compraventas reducido, como consecuencia del débil tono de la demanda de inmuebles residenciales.

Se prevé una prolongación de la senda de recuperación del gasto empresarial, que se iría fortaleciendo hacia el final de 2014 y a lo largo de 2015. Se estima que las tasas medias anuales de variación del gasto empresarial se situarán en torno al 3 % en este año y al 7 % en el próximo. En concreto, las empresas tenderán a reponer el capital obsoleto, cuya renovación habrían pospuesto en los últimos años como consecuencia de las desfavorables perspectivas sobre la demanda, las difíciles condiciones financieras y la elevada incertidumbre. Inicialmente, la actividad inversora recaerá probablemente de manera más intensa sobre las empresas exportadoras. Posteriormente, el fortalecimiento de la demanda interna tenderá a ampliar la base de empresas inversoras. Además, al inicio del horizonte de proyección el peso de los recursos internos en la financiación de la inversión será relativamente elevado, aunque en el transcurso del período analizado la menor severidad de las condiciones crediticias dará lugar a un aumento gradual del recurso a esta última fuente de financiación. En todo caso, es preciso resaltar que, de acuerdo con la información desagregada disponible, las empresas con una evolución favorable de sus ventas e ingresos y una posición financiera más saneada han podido esquivar relativamente mejor las dificultades para el acceso al crédito en el período reciente. En la medida en que, gradualmente, la recuperación permita una evolución positiva de esas variables en un número creciente de empresas, cabe esperar que se aminoren progresivamente los obstáculos financieros que pueden estar limitando los planes de inversión de algunas sociedades.

En 2014 y 2015, el consumo y la inversión públicos seguirán retrocediendo, tal y como viene ocurriendo desde el inicio del proceso de consolidación fiscal. A partir de la evolución prevista de las compras de bienes y servicios por parte de las AAPP y del número de empleados del sector, se proyecta que el consumo público caiga a tasas del 1,5 % y el 2,5 % en 2014 y 2015, respectivamente. Por término medio, el retroceso de la inversión pública previsto para 2014 y 2015 sería ligeramente superior al 6,6 % estimado para 2013.

En el ámbito del sector exterior, se espera que, como viene ocurriendo desde 2009, las exportaciones sigan creciendo a tasas algo superiores a las de los mercados de destino. Por una parte, se prevé que continúe su abaratamiento relativo, relacionado, a su vez, con los descensos de costes laborales unitarios propiciados por la moderación salarial y, aunque

más contenidas que en el pasado, las ganancias de productividad. Además, a pesar de la prevista recuperación gradual de la demanda nacional, cabe esperar que las empresas españolas sigan avanzando en la penetración en los mercados exteriores. En el caso concreto de las exportaciones de servicios turísticos, la recuperación de la competitividad-precio y el creciente dinamismo de algunos mercados de origen auguran el mantenimiento de un notable vigor de este subcomponente a lo largo del período de proyección. Con todo ello, se estima que las exportaciones del conjunto de bienes y servicios crecerán un 5,1 % en el presente ejercicio, dos décimas más que en 2013, y se acelerarán hasta el 6,1 % en 2015.

Por lo que respecta a las importaciones, el supuesto básico es que evolucionarán en línea con la demanda final, con una elasticidad que no se apartará de sus promedios históricos. Ello obedece a dos factores. En primer lugar, si bien cabe esperar que, con la crisis, se hayan producido fenómenos de sustitución de importaciones por bienes de producción nacional, los análisis realizados han encontrado dificultades para identificar el alcance y la persistencia de estos procesos en años recientes, lo que aconseja un enfoque cauteloso a la hora de incorporarlos a estas proyecciones. En segundo lugar, la composición prevista del crecimiento de la demanda final continúa sesgada hacia las rúbricas con un contenido importador más elevado (fundamentalmente, las exportaciones y los bienes de equipo), lo que tenderá a apoyar un crecimiento relativamente alto de las compras exteriores de bienes y servicios. Así, se espera que, tras registrar un avance del 0,4 % en 2013, las importaciones repunten hasta el 3 % en 2014 y el 4,4 % en 2015.

En el mercado de trabajo, se espera que el empleo crezca a tasas que, aunque modestas en términos absolutos, son elevadas en relación con el crecimiento previsto del producto. El mayor ritmo de avance del empleo en las ramas de mercado sería atribuible a la prolongación del proceso de moderación salarial y al mayor grado de flexibilidad que el actual marco jurídico del mercado laboral permite a la hora de acomodar la organización interna del trabajo en la empresa a las condiciones del ciclo económico. En las ramas de la economía de no mercado se prevé, de acuerdo con los planes anunciados por las AAPP, que el empleo público continúe disminuyendo en el bienio 2014-2015, si bien a un ritmo menor que el observado en 2013. Con todo ello, se espera que el empleo del conjunto de la economía aumente un 0,4 % en 2014 y un 0,9 % adicional en 2015, dando lugar a un crecimiento de la productividad del 0,8 % en ambos años.

En el período de proyección, se espera una moderación del ritmo de descenso de la población activa en comparación con el observado en 2013, que sería el resultado de una menor caída de la tasa de participación, por la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, y de una evolución prevista del número de individuos en edad de trabajar que seguiría reduciéndose a un ritmo anual aproximado del 0,5 % anual. La contracción de la población activa contribuiría, junto con el aumento de la ocupación, a que se intensifique la incipiente disminución de la tasa de paro que comenzó a observarse a lo largo de 2013. Así, la tasa de desempleo descendería, aproximadamente, en 1 pp en cada uno de los dos años del período de proyección, hasta acercarse al 23 % al final de 2015.

Las proyecciones de crecimiento de la remuneración por asalariado en el sector privado para 2014 y 2015 prolongan la moderación de los crecimientos salariales observada en los últimos años, relacionada, en parte, con los efectos de la reforma laboral. En particular, la información disponible acerca de los resultados de la negociación colectiva en 2014 resulta compatible con el cumplimiento de las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) suscrito en 2012, que aconsejó incrementos de las tarifas salariales del 0,6 % para el presente ejercicio. El componente de cotizaciones sociales

realizará una contribución positiva al crecimiento de la remuneración como resultado del aumento de las bases máximas de cotización y de la inclusión de los salarios en especie en la base de cotización. Finalmente, la deriva salarial mantendrá un valor negativo, en línea con su comportamiento en los últimos años. Como resultado, se proyecta una estabilidad de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en 2014. Para el próximo ejercicio, se ha supuesto un comportamiento ligeramente más expansivo tanto de las tarifas salariales como de la deriva, como resultado de la progresiva mejoría de la actividad, cuyo efecto sobre los costes laborales se verá contrarrestado, no obstante, por el impacto de la reciente rebaja de cotizaciones a la contratación indefinida, que se dejará sentir con mayor intensidad ese año.

Desde el inicio de la crisis, la inflación se ha tornado más sensible al grado de presión de la demanda. A lo largo del período de proyección se prevé una moderada recuperación del gasto de los hogares que conduzca a un aumento muy modesto de la inflación, en un contexto en el que el grado de holgura existente en la economía seguirá siendo elevado. Las disminuciones de los costes laborales unitarios proyectadas contribuirán, asimismo, a que el crecimiento de los precios permanezca en niveles reducidos. Entre los restantes determinantes de la inflación, los supuestos fiscales que subyacen al presente ejercicio no contemplan modificaciones de la imposición indirecta, y las proyecciones disponibles acerca de la evolución de los precios de las materias primas y del tipo de cambio apuntan a presiones inflacionistas muy contenidas. Todo ello se traduce en una proyección de crecimiento del deflactor del consumo privado del 0,4 % en 2014 y del 0,8 % en 2015.

Tras registrar el pasado año el primer saldo positivo en la cuenta del resto del mundo desde 1999, se espera un aumento del superávit a lo largo del período de proyección, impulsado por el incremento del componente de bienes y servicios. Por otro lado, se prevé una ligera ampliación del déficit de rentas. Teniendo en cuenta estos factores, se proyecta una ampliación de la capacidad de financiación de la nación desde el 1,5 % del PIB en 2013 hasta el 2,1 % y el 2,5 % en 2014 y 2015, respectivamente. Las dificultades para recortar los déficits de las balanzas energética y de rentas, dado el servicio del elevado endeudamiento acumulado frente al resto del mundo, seguirán limitando la capacidad de registrar avances más sustanciales.

Desde una perspectiva sectorial, el aumento de la capacidad de financiación de la nación se debe sobre todo a las AAPP, que se espera contribuyan en 1 pp a la mejora del saldo de la cuenta del resto del mundo a lo largo del período de proyección, excluido el efecto de las transferencias de capital que realizaron en 2013 a las instituciones financieras, mientras que el saldo de hogares y empresas —tanto financieras como no financieras— experimentará cambios más modestos. En el caso de las familias, la mejora proyectada de dos décimas de su capacidad de financiación descansaría sobre sendas disminuciones de sus ratios tanto de ahorro como de inversión sobre PIB, mientras que la ligera disminución de la capacidad de financiación de las sociedades no financieras respondería al aumento de su tasa de inversión. Se prevé que, entre 2013 y 2015, la deuda de las familias disminuya en unos 4 pp con respecto a su renta disponible, tras la reducción de 11 pp acumulada entre 2008 y 2013. Por su parte, de acuerdo con las proyecciones, la ratio entre la financiación concedida a sociedades no financieras y el PIB descendería, a lo largo del próximo bienio, en unos 6 pp (adicionales al desendeudamiento de unos 20 pp que se registró desde 2010 hasta 2013).

Según las estimaciones provisionales disponibles, el año se habría cerrado con un déficit de las AAPP en torno al 6,6 % del PIB, si se excluyen las ayudas a las instituciones

financieras. Según las proyecciones de este informe, el déficit público disminuiría en 0,8 pp en 2014 y en 0,3 pp más en 2015, según los supuestos explicados anteriormente. Esta moderación de las necesidades de financiación no sería, no obstante, suficiente para quebrar la trayectoria ascendente de la ratio entre la deuda pública y el PIB en el horizonte de previsión que contempla este informe. La evolución prevista del endeudamiento público ilustra la magnitud del esfuerzo de consolidación presupuestaria aún pendiente y la necesidad de perseverar en una estrategia de consolidación presupuestaria que permita seguir mejorando la confianza en la economía española. Con este objetivo, resulta esencial asegurar el estricto cumplimiento de las obligaciones de información y de seguimiento de la ejecución presupuestaria que comporta la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera y definir de forma detallada los planes presupuestarios de medio plazo, que especifiquen las medidas que han de permitir alcanzar los objetivos acordados, en línea con los requisitos europeos.

Riesgos en las proyecciones

La evolución de la economía española desde la publicación del informe de proyecciones de marzo de 2013 no ha diferido de modo significativo de la señalada entonces, con caídas del producto en la primera mitad del pasado año y un punto de inflexión a partir del tercer trimestre, tras el que ha comenzado una modesta expansión del producto. No obstante, frente a lo previsto entonces, se anticipó el inicio del reequilibrio entre la demanda interna y la externa y el empleo tuvo un comportamiento más favorable que el estimado, con una leve recuperación ya a finales de año. El informe del año pasado preveía, además, un fortalecimiento gradual del crecimiento del PIB a lo largo de 2014, que el presente análisis confirmaría, si bien se espera que la recuperación sea algo más temprana e intensa que la proyectada entonces.

Además, el informe de 2013 fue elaborado en un contexto de notable incertidumbre, tras la intensificación, a finales de 2012, del ajuste presupuestario, a la luz de la delicada situación de las finanzas públicas, en medio de un complejo proceso de reestructuración y saneamiento de las instituciones financieras, y en el que las dudas sobre el proceso de unificación monetaria europea no se habían disipado plenamente. El ejercicio actual presenta, en términos comparativos, un nivel de incertidumbre menor.

Los riesgos de que la evolución de la actividad económica se desvíe de la proyectada en el escenario central se encuentran sesgados a la baja, de forma moderada en 2014 y con mayor intensidad en 2015. En el ámbito exterior, el riesgo principal emana de la posibilidad de que los mercados exteriores evolucionen de modo más desfavorable que el proyectado. En particular, las economías emergentes —que en años recientes han realizado una contribución al crecimiento de las exportaciones españolas muy elevada— podrían experimentar una desaceleración más intensa que la contemplada en el escenario central. En el ámbito interno, la intensificación del proceso de consolidación fiscal en 2015, que requeriría el cumplimiento de los objetivos presupuestarios, podría dar lugar a un avance más moderado de la actividad en ese año, de magnitud difícil de cuantificar con precisión, pero, en términos generales, en línea con el tamaño de los multiplicadores estimados para la economía española. En sentido contrario, cabe la posibilidad de que las actuaciones que las autoridades nacionales y europeas han emprendido para avanzar en la construcción del entramado institucional del área del euro puedan conducir a una normalización más temprana de las condiciones financieras que la proyectada aquí. Asimismo, un aprovechamiento más intenso de las posibilidades que la legislación adoptada en 2012 en el ámbito laboral y la aprobación de actuaciones adicionales en este terreno, así como la adopción de reformas de algunos mercados de bienes y servicios, podrían impulsar la actividad y el empleo por encima de lo estimado en el escenario central de estas proyecciones.

Además, una intensificación del proceso de recuperación de la competitividad-precio contribuiría a acrecentar la aportación al crecimiento económico de la demanda exterior neta.

En cuanto a la inflación, los riesgos de que se produzcan desviaciones se encuentran sesgados ligeramente a la baja. En las proyecciones se estima que la ralentización de las caídas de costes del factor trabajo y la moderada recuperación del consumo privado favorecerán un modesto repunte de la inflación, medida por el deflactor de ese agregado. Sin embargo, la persistencia de un elevado grado de infrautilización tanto de la capacidad productiva instalada como del factor trabajo, a pesar de las mejoras proyectadas en ambas variables a lo largo del horizonte de previsión, podría ejercer una presión desinflacionista más acusada que la aquí proyectada. Además, una eventual intensificación de la desaceleración de las economías emergentes y una mayor apreciación del tipo de cambio del euro conducirían a menores presiones externas de precios. Por último, la aplicación decidida de reformas estructurales que impulsen la competencia en los mercados de bienes y factores contribuirá a una moderación adicional de la inflación, que sería, no obstante, compatible con mayores rentas reales de los hogares. En la dirección opuesta, un ajuste fiscal de mayor intensidad que el proyectado podría dar lugar a la introducción de alzas en precios administrados o en la imposición indirecta que originarían mayores presiones inflacionistas.

21.3.2014.

