

Resumen

El presente Informe expone el análisis que sobre la situación y las perspectivas de la economía española para los años 2012 y 2013 ha llevado a cabo el Servicio de Estudios del Banco de España tomando como base la información disponible hasta el 13 de enero. El reciente cambio de Gobierno y la modificación en el calendario de elaboración y presentación de los Presupuestos Generales del Estado para 2012 que este comporta requieren anticipar la publicación del habitual informe de proyecciones macroeconómicas, que el Banco de España venía realizando en su *Boletín Económico* del mes de marzo.

Además, a diferencia de otras ocasiones, en este Informe se presenta un escenario macroeconómico que supone el cumplimiento estricto de los objetivos de consolidación fiscal para 2012 y 2013 derivados de nuestros compromisos europeos, y que, por tanto, supone que se adoptarán medidas adicionales a las ya aprobadas. La adopción de este enfoque normativo obedece a una doble justificación. Por un lado, el nuevo Gobierno se ha comprometido a cumplir estrictamente con estos objetivos de consolidación presupuestaria. Por otro, en la situación actual de extrema tensión en los mercados financieros a causa de la crisis de la deuda soberana europea, la perseverancia en el proceso de ajuste fiscal es ineludible, dado que los costes derivados de no hacerlo serían muy elevados. Por estas razones, las presentes proyecciones se basan en la adopción de medidas presupuestarias de una magnitud suficiente para reducir el déficit público desde un nivel de alrededor del 8 % en 2011, según la última estimación proporcionada por el Gobierno, hasta el 4,4 % del PIB en 2012 y el 3 % en 2013. Con este objetivo se ha supuesto, junto a las medidas que aprobó el Consejo de Ministros el pasado 30 de diciembre de 2011, la adopción de otras adicionales que será necesario aplicar para el logro de los objetivos fijados y que, en ausencia de información específica acerca de su composición, se ha supuesto que estarán especialmente concentradas en la reducción del gasto público.

Las proyecciones que se publican están sometidas a un grado de incertidumbre muy elevado, por las condiciones excepcionales en las que el ejercicio se ha realizado, y en particular por el carácter normativo de los supuestos fiscales adoptados y por la compleja situación que atraviesan la zona del euro y los mercados financieros, tras el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana. Se desconoce, por otra parte, el alcance de las reformas en el mercado de trabajo y en los mercados de productos que instrumentará el nuevo Gobierno. Todos estos factores aconsejan considerar estas proyecciones con especial cautela.

El recrudecimiento, desde el verano del año pasado, de las tensiones en los mercados financieros del área del euro, vinculadas, en gran medida, a las dificultades para encontrar una solución al complejo problema de la crisis de la deuda soberana, ha debilitado la confianza de los agentes privados y endurecido las condiciones de financiación a lo largo del segundo semestre de 2011, afectando negativamente a las perspectivas de crecimiento económico. Se estima que la economía española se contrajo en el cuarto trimestre de 2011, con una caída intertrimestral del PIB del 0,3 % (véase el «Informe trimestral de la economía española», que se incluye en este mismo número del *Boletín Económico*), trayectoria que podría continuar en el presente año.

Con este perfil, las proyecciones macroeconómicas descritas en este Informe contemplan una caída sustancial del producto de la economía española en 2012 (-1,5 %) y una modesta recuperación en 2013 (0,2 %), con tasas positivas desde el primer trimestre del

próximo año, de forma que la economía española se iría aproximando a su ritmo de crecimiento potencial. El escenario macroeconómico aquí planteado es el resultado de una significativa contracción de la demanda nacional, parcialmente contrarrestada por una elevada contribución del saldo neto exterior. A su vez, el retroceso de la demanda nacional resulta de la confluencia de un fuerte descenso de sus componentes público y privado, en un contexto en el que el gasto de las familias se verá restringido por el impacto de la consolidación fiscal sobre las rentas de estos agentes y por el menor empleo. En este contexto, se prevé un retroceso del consumo de los hogares a lo largo del período de proyección, a pesar de que su tasa de ahorro continúe describiendo una trayectoria descendente. La inversión residencial seguirá registrando caídas en 2012 y 2013, si bien estas serán más modestas que en los años recientes, tras haber superado su fase más dura de ajuste. La debilidad de la demanda, el deterioro de las perspectivas económicas y las duras condiciones financieras determinarán descensos adicionales —aunque moderados— del gasto en inversión productiva privada en los dos próximos años.

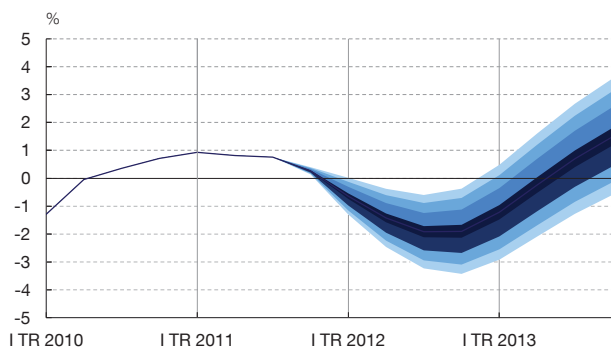
En el ámbito del comercio exterior, se espera un debilitamiento del crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios en 2012, dado el empeoramiento de las perspectivas de los mercados internacionales. No obstante, como en los dos últimos años, se proyecta un avance de las ventas al resto del mundo superior al de los propios mercados, dado que se espera una continuación —aunque a ritmos más atenuados— del proceso de mejora que la competitividad de la economía española ha experimentado desde el inicio de la crisis y de la sustitución de mercados interiores por mercados exteriores por parte del tejido empresarial español, en un contexto de mayor fortaleza relativa de los segundos frente a los primeros. Esto, unido al retroceso que experimentarán las importaciones durante gran parte del período de proyección como consecuencia de la contracción de la demanda final, dará lugar a una contribución del saldo neto exterior que, en media del período de 2012-2013, sería tan elevada como lo fue en 2011.

El descenso del PIB tendrá un impacto apreciable sobre el empleo, que, sin incorporar medidas adicionales en el mercado de trabajo, se concreta en una reducción del 3 % en 2012, siguiendo la pauta más negativa observada en el tramo final del año pasado, que se atenuaría en 2013, en cuya segunda mitad se iniciaría la creación de empleo en términos netos. En ausencia de una reforma profunda en el mercado de trabajo, esta evolución daría lugar, dada la trayectoria de la población activa proyectada, a aumentos adicionales de la tasa de paro a lo largo del presente ejercicio, antes de iniciar una modesta inflexión a la baja en el curso de 2013. Actuaciones más decididas en el ámbito de las reformas estructurales permitirían una reducción más rápida del desempleo y crearían condiciones más favorables para el crecimiento económico.

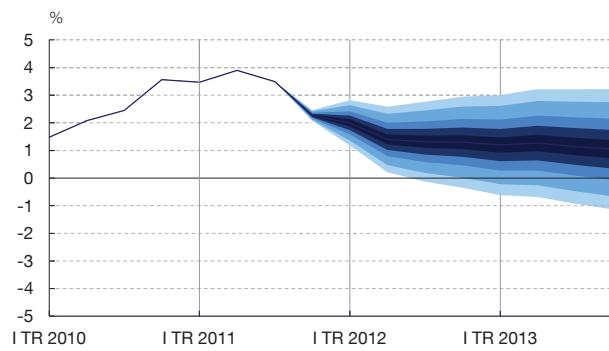
Bajo el supuesto de que el precio del petróleo se comporte en el futuro tal y como se desprende de sus cotizaciones actuales en los mercados de futuros, las tensiones inflacionistas seguirán disminuyendo en el primer semestre de 2012, prolongando la pauta de los meses finales de 2011. Además, en este ejercicio se proyecta una disminución adicional de los costes laborales unitarios en el conjunto de los dos próximos años, aunque a menor escala que en el pasado reciente, lo que, junto con una desaceleración en el incremento de los márgenes, resultante de la debilidad de la demanda, dará lugar a crecimientos de los precios de consumo muy moderados (del 1,5 % y del 1,2 % en 2012 y 2013, respectivamente).

Este ajuste adicional de la economía española permitirá la corrección de algunos de los desequilibrios acumulados en el pasado, que, de persistir, habrían terminado por estrangular

PRODUCTO INTERIOR BRUTO



DEFLACTOR DEL CONSUMO PRIVADO



PROBABILIDAD DE QUE EL PIB O EL DEFLACTOR DEL CONSUMO PRIVADO SE SITUEN DENTRO DEL INTERVALO (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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.

Último dato observado: tercer trimestre de 2011.

las perspectivas de crecimiento a medio plazo. En concreto, el escenario macroeconómico aquí trazado comporta la eliminación, en el año 2013, de la necesidad de financiación de la nación, en tanto que la balanza de bienes y servicios comenzaría ya a registrar un superávit este mismo año. Desde una perspectiva sectorial, esta corrección del desequilibrio entre ahorro e inversión del conjunto de la economía vendría determinada, principalmente, por la disminución del déficit público, desde un nivel en el entorno del 8 %, estimado por el Gobierno recientemente, hasta el 3 % del PIB en 2013, que permitirá situar las finanzas públicas en una senda de estabilidad. La corrección de la dependencia del gasto de la economía española con respecto del ahorro del resto del mundo constituye el elemento crucial para asegurar que se sientan las bases de un crecimiento económico sostenido a medio plazo. Asimismo, se prevé que continúe el proceso de desapalancamiento de empresas y familias.

Estas proyecciones se formulan en un contexto especialmente incierto, en el que no han terminado de despejarse las dudas inherentes al desarrollo de la crisis de la deuda soberana. Igualmente, existe mucha incertidumbre sobre el impacto final de la consolidación fiscal sobre la actividad en el corto plazo, cuestión que, entre otras cosas, dependerá también de las medidas de consolidación fiscal que finalmente se instrumenten. Una forma de representar la incertidumbre que rodea a las proyecciones consiste en mostrar, a partir de los errores de predicción que se han producido históricamente, los intervalos dentro de los cuales cabe esperar que las principales variables macroeconómicas se sitúen con una determinada probabilidad. En concreto, el gráfico 1 muestra esta medida de incertidumbre para las proyecciones centrales de evolución del PIB y del deflactor del consumo privado.

Se considera que los riesgos de desviación respecto de las proyecciones de comportamiento del PIB proporcionadas en este Informe están equilibrados. Por un lado, posibles episodios de aumento de las tensiones en los mercados financieros o una evolución de la economía mundial más desfavorable que la proyectada aquí podrían resultar en una contracción

más severa del producto. Pero, por otro lado, las políticas económicas pueden facilitar una disminución del coste del ajuste y aliviar su intensidad. En particular, desde el punto de vista de la política fiscal, una definición temprana de la composición de las medidas que deben permitir la corrección del desequilibrio presupuestario tendería a reducir la incertidumbre; asimismo, una mejora en la calidad de la información disponible acerca de la evolución de las cuentas de los niveles inferiores de las AAPP y su temprana disponibilidad permitirían reaccionar a tiempo a las posibles desviaciones en la ejecución presupuestaria que se pudieran producir. En el ámbito del mercado de trabajo, la aprobación de una reforma integral de los mecanismos de negociación salarial y de las condiciones no salariales, así como de las modalidades de contratación, contribuiría a la reactivación del crecimiento a medio plazo y generaría efectos positivos sobre las expectativas. Asimismo, la confianza de los inversores internacionales se podría ver reforzada con nuevos avances en el proceso de reestructuración del sistema financiero en marcha.

Por lo que respecta a la inflación, se considera, asimismo, que los riesgos se encuentran equilibrados a lo largo del horizonte de proyección. Por un lado, las presiones inflacionistas podrían ser mayores si aumentaran las tensiones en el mercado de petróleo, se reavivara la inercia alista de salarios o se recurriera en mayor medida a las alzas de imposición indirecta en el programa de consolidación. Por otro lado, una reforma del mercado de trabajo y otras reformas estructurales que acrecentaran la sensibilidad de los salarios y los precios a la posición cíclica de la economía darían lugar a una mayor moderación de las presiones inflacionistas.

En los dos siguientes apartados se hacen explícitos los supuestos externos y los supuestos fiscales que subyacen a las proyecciones formuladas. A continuación, en la cuarta sección se esboza el diagnóstico que subyace a las actuales perspectivas de la economía española. Finalmente, los principales riesgos a los que está sometido el escenario central descrito son objeto de análisis en la última sección.

### Los supuestos externos de las proyecciones

Las proyecciones presentadas en este documento descansan sobre un conjunto de supuestos relativos a la evolución de determinadas variables exógenas en 2012 y 2013. De este modo, las proyecciones tienen una naturaleza condicionada a las hipótesis realizadas acerca de las sendas de esas variables.

El procedimiento empleado para la construcción de las trayectorias de la mayor parte de las variables exógenas en el período 2012-2013 coincide con el utilizado en los ejercicios de proyección llevados a cabo trimestralmente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales del Eurosistema. Este es el caso del tipo de cambio, las cotizaciones en la Bolsa española, los precios del petróleo y los tipos de interés a tres meses y a diez años, cuyos supuestos se elaboran a partir de la evolución de los mercados en un período de referencia que viene dado por los diez días hábiles inmediatamente anteriores a la fecha límite para la recogida de datos a efectos de la elaboración del Informe<sup>1</sup>. Por lo que se refiere al tipo de cambio del euro, se supone que esta variable se mantiene, a lo largo del período de proyección, en el nivel observado en el mercado de contado en el período de referencia. En este caso, el tipo de cambio se situaría en 1,28 dólares por euro, por término medio, en 2012 y 2013, un 8 % más depreciado que en 2011 (véase cuadro 1).

<sup>1</sup> En este caso, esa fecha de cierre es el 13 de enero. 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 la ventaja de reflejar con mayor precisión la información más reciente relevante para la formación de precios. Sin embargo, se considera que esta ventaja no compensa el potencial inconveniente de que alguna de las variables se viera particularmente afectada por fluctuaciones de mercado excesivas en ese día concreto de negociación, lo que aconseja tomar en consideración un período más amplio.

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2008	2009	2010	2011	Proyección		Diferencia entre el Informe de proyecciones actual y el de marzo de 2011	
					2012	2013	2011	2012
Entorno internacional								
Producto mundial	2,7	-0,8	5,1	3,8	3,5	4,2	-0,4	-0,6
Mercados mundiales	3,0	-11,0	12,4	6,6	4,5	6,8	-1,0	-3,0
Mercados de exportación de España	2,7	-11,2	10,3	4,8	2,4	5,4	-1,4	-3,5
Precio del petróleo en dólares (nivel)	97,7	61,9	79,6	111,2	111,0	108,8	-0,6	-3,1
Precios de exportación de los competidores en euros	2,6	-3,7	6,8	4,5	4,3	1,6	1,6	2,4
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,47	1,39	1,33	1,39	1,28	1,28	0,01	-0,11
Tipos de interés a corto plazo (Euríbor a tres meses)	4,6	1,2	0,8	1,4	0,9	0,8	-0,1	-1,5
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	4,4	4,0	4,2	5,4	5,4	5,7	0,0	-0,3

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 13 de enero de 2012.

Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2011.

La senda de precios del petróleo, construida según el supuesto técnico habitual a partir de la información más reciente procedente de los mercados de futuros de esta materia prima, contempla una cierta estabilización en dólares; no obstante, esto se ve compensado por la depreciación del euro, de modo que el precio del petróleo en euros en 2012 y 2013 sería algo superior al previsto el pasado año. No se puede descartar que un agravamiento de las tensiones geopolíticas conduzca a alzas más significativas de estos precios.

Para la elaboración de las proyecciones se realizan, asimismo, supuestos sobre la evolución de los tipos de interés negociados en el mercado interbancario para el plazo de tres meses y en el mercado de deuda pública para el plazo de diez años. La trayectoria de los tipos de interés a corto plazo, obtenida a partir de las expectativas implícitas en los mercados de futuros acerca de la evolución del euríbor a tres meses, muestra un descenso de este tipo de interés por debajo del 1 % en 2012 y 2013, frente al 1,4 % de 2011. Las rentabilidades de la deuda a diez años se construyen a partir de las expectativas del mercado sobre los tipos de interés en el área del euro y del supuesto de que el diferencial de rentabilidad de la deuda soberana española respecto a la alemana se mantiene constante en torno a 350 pb. Con estas hipótesis, los tipos a largo plazo en España se estabilizarían en 2012 en el 5,4 % observado el año anterior, y aumentarían ligeramente hasta el 5,7% en 2013.

A partir de estos supuestos acerca de las sendas de estos tipos de interés de los mercados, se formulan otras hipótesis relativas al coste de la financiación de familias y empresas, que llevan a que, en general, los tipos del crédito bancario se mantendrán estables en el horizonte de proyección, pues la ampliación de los diferenciales con respecto al euríbor que se proyecta —y que refleja el incremento en el coste de financiación que han experimentado las entidades de crédito en los últimos trimestres— se ve compensado por la disminución de ese tipo. Además, se supone que las entidades mantendrán, a lo largo del período de proyección, el grado actual de tensionamiento de las condiciones crediticias distintas de los tipos de interés. El supuesto técnico realizado respecto de las

cotizaciones bursátiles implica que estas se mantienen aproximadamente en sus niveles actuales. Respecto a la vivienda, que, junto con las cotizaciones bursátiles, constituye el otro gran determinante de la evolución de la riqueza de los hogares, se proyecta una prolongación del proceso de ajuste del precio de ese activo.

En cuanto al comercio mundial, se espera una cierta ralentización del crecimiento de los mercados de exportación españoles, que pasarían de crecer el 4,8 % en 2011 a aumentar solo el 2,4 % en 2012. Para 2013 se espera un mayor dinamismo de la economía mundial y, sobre todo, de la europea, de modo que los mercados españoles crecerían un 5,4 %.

## Los supuestos fiscales

En relación con los supuestos de política fiscal, el ejercicio de proyecciones de este año se realiza en unas circunstancias excepcionales, en las que la economía española se enfrenta a la necesidad de acometer un proceso de consolidación fiscal sin precedentes, que será uno de los principales condicionantes de la evolución macroeconómica en el horizonte de previsión. En este sentido, el Gobierno entrante ha anunciado el estricto cumplimiento de los objetivos fiscales derivados de los compromisos asumidos en el ámbito europeo, que consisten en situar el déficit público en el 4,4 % del PIB en 2012 y en el 3 % del PIB en 2013.

La excepcionalidad del proceso de consolidación en el que se halla inmersa la economía española y sus repercusiones macroeconómicas aconsejan que el tratamiento que se efectúa de las medidas de política fiscal en estas proyecciones sea distinto al de los ejercicios de proyección elaborados en condiciones normales. Cabe recordar que la práctica habitual es suponer 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 el Informe de proyecciones del año pasado, este supuesto no resulta adecuado en situaciones de ajuste fiscal de carácter extraordinario, pues su aplicación estricta introduciría sesgos significativos en las proyecciones macroeconómicas. En esta ocasión, su aplicación sería incluso más problemática, dado que, como resultado del proceso electoral celebrado a finales del pasado año y el consiguiente cambio de Gobierno, en el momento de elaborar este Informe no se dispone del proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2012, que será presentado en el mes de marzo. Por otra parte, atendiendo a los calendarios que comporta el Semestre Europeo, cabe prever que en abril se dispondrá de la Actualización del Programa de Estabilidad de España y, por lo tanto, de información mucho más detallada de la estrategia de consolidación fiscal del Gobierno para los próximos años. Por último, el ejercicio de proyecciones que se presenta cuenta, en esta ocasión, con la dificultad adicional de que en el momento de su elaboración no se encuentran disponibles las cifras definitivas de las cuentas de las AAPP correspondientes al ejercicio de 2011, si bien el Gobierno anunció en el Consejo de Ministros del pasado 30 de diciembre que el déficit de las AAPP se situaría alrededor del 8 % del PIB en 2011, cifra que supone 2 pp de desviación con respecto al objetivo del 6 % del PIB.

Con estos condicionantes, las proyecciones fiscales que acompañan este ejercicio de previsión se han realizado bajo un *supuesto normativo* según el cual, partiendo de un déficit de las AAPP del 8,1 % del PIB en 2011, el Gobierno adoptará las medidas presupuestarias necesarias para alcanzar los objetivos fiscales establecidos. Esto supone incorporar en el escenario de previsión, en primer lugar, las medidas de política presupuestaria aprobadas en el Consejo de Ministros de 30 de diciembre de 2011<sup>2</sup> y, en segundo lugar, el esfuerzo fiscal adicional necesario para asegurar el logro de tales objetivos.

<sup>2</sup> Así como la información disponible de los presupuestos de las CCAA para ese año.

En concreto, por el lado del gasto se incluyen la actualización de las pensiones, la congelación de los salarios públicos, las restricciones al empleo público<sup>3</sup> y la declaración de no disponibilidad de créditos en los Presupuestos Generales del Estado (prorrogados para el ejercicio 2012) por valor de 8.900 millones de euros. Por el lado de los ingresos se incluyen el incremento de los tipos de gravamen de las rentas del trabajo y del ahorro del IRPF, la reintroducción de la deducción de vivienda en este impuesto, el mantenimiento del incremento del pago fraccionado para grandes empresas en el impuesto sobre sociedades, el aumento del impuesto sobre bienes inmuebles y la extensión del tipo superreducido del IVA del 4 % para la adquisición de vivienda<sup>4</sup>. El esfuerzo fiscal restante para garantizar el cumplimiento de los objetivos se ha definido suponiendo que se concentra en el lado del gasto público. Con estos supuestos, la composición del ajuste en 2012 quedaría distribuido en alrededor de un 20 % por el lado de los ingresos y de un 80 % por el lado del gasto, en este último caso repartido de forma prácticamente simétrica entre el gasto corriente y de capital. En 2013, el ajuste simulado recaería únicamente por el lado del gasto. Como resultado de estos supuestos, se proyecta una reducción del déficit público de 3,6 puntos del PIB en 2012, con una caída del peso del gasto público sobre el PIB de 2,8 puntos y un incremento de los ingresos de 0,8 puntos. Todas las partidas de gasto contribuirían a esta reducción, con la excepción de las prestaciones sociales y la carga de intereses, que aumentarían en 2 y 4 décimas del PIB, respectivamente. Por su parte, para 2013 se proyecta una disminución del déficit público de 1,4 puntos del PIB, ajuste que, como se acaba de señalar, se concentraría casi exclusivamente en el gasto público.

En la medida en que las cifras de cierre de las cuentas de las AAPP correspondientes a 2011 y la composición y/o la magnitud del ajuste fiscal en 2012 y 2013 se separen de las que se asumen en este Informe, las proyecciones macroeconómicas incluidas en el mismo se verán afectadas también, por lo que deben tomarse con especial cautela.

## Perspectivas de la economía española

En el primer semestre de 2011 continuó el proceso de lenta recuperación de la economía española que se había iniciado el año anterior. Sin embargo, este proceso se interrumpió en los meses de verano, en los que la actividad se estancó, y revirtió, posteriormente, al volver a mostrar el PIB un retroceso en el cuarto trimestre del año. Con todo, se estima que el crecimiento del producto de 2011 se elevó al 0,7 %, tasa inferior en una décima a la proyectada en el Informe de proyecciones de marzo de ese año (0,8 %) (véase cuadro 2). Por componentes, se observó una evolución más débil que la prevista en el caso de la demanda nacional, sobre todo a causa de la atonía del consumo privado, que reflejó la mayor destrucción de empleo y un recorte menos pronunciado que la tasa de ahorro. Por su parte, la demanda exterior neta presentó una aportación más alta al crecimiento del PIB, lo que se debió tanto al empuje de las exportaciones como al menor dinamismo de las compras al exterior.

La debilidad de la actividad en el segundo semestre fue el resultado del recrudecimiento de las tensiones financieras en el verano, pues la crisis de la deuda soberana europea afectó con notable intensidad a la economía española, empeorando sus condiciones de financiación, perjudicando la confianza de los agentes y rebajando, en fin, las expectativas de crecimiento. Las autoridades españolas reaccionaron adoptando en agosto medidas adicionales de ajuste fiscal, que posteriormente se revelarían insuficientes para contrarrestar los riesgos de desviación detectados en el logro del objetivo de déficit público, al

3 Estas restricciones suponen congelar la oferta de empleo público, con algunas excepciones, para las que se permite una tasa de reposición del 10 %.

4 También se incluye la reintroducción del impuesto del patrimonio, adoptada en septiembre de 2011 y con entrada en vigor en 2012.



Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2008	2009	2010	Proyección		
				2011	2012	2013
PIB	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-1,5	0,2
Consumo privado	-0,6	-4,3	0,8	0,0	-1,2	-0,5
Consumo público	5,9	3,7	0,2	-1,2	-6,3	-3,3
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-16,6	-6,3	-4,7	-9,2	-2,2
Inversión en bienes de equipo	-2,9	-22,3	5,1	2,2	-7,0	-0,9
Inversión en construcción	-5,8	-15,4	-10,2	-7,8	-10,6	-3,1
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-10,4	13,5	8,8	3,5	5,9
Importación de bienes y servicios	-5,2	-17,2	8,9	1,4	-4,8	1,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-0,6	-6,6	-1,0	-1,3	-4,0	-1,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	1,5	2,8	0,9	2,0	2,5	1,5
Deflactor del consumo privado	3,6	-1,2	2,4	3,3	1,5	1,2
Costes laborales unitarios	4,9	1,4	-2,6	-1,8	-0,8	0,1
Remuneración por asalariado	6,1	4,3	0,0	0,5	0,8	1,0
Productividad aparente del trabajo	1,1	2,9	2,6	2,4	1,6	0,9
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	-0,2	-6,5	-2,6	-1,7	-3,0	-0,7
Tasa de paro (% de la población activa)	11,3	18,0	20,1	21,5	23,4	23,3
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	13,5	18,5	13,9	11,8	10,2	10,6
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-9,2	-4,7	-4,0	-3,7	-1,4	0,0
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,5	-11,2	-9,3	-8,1	-4,4	-3,0

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

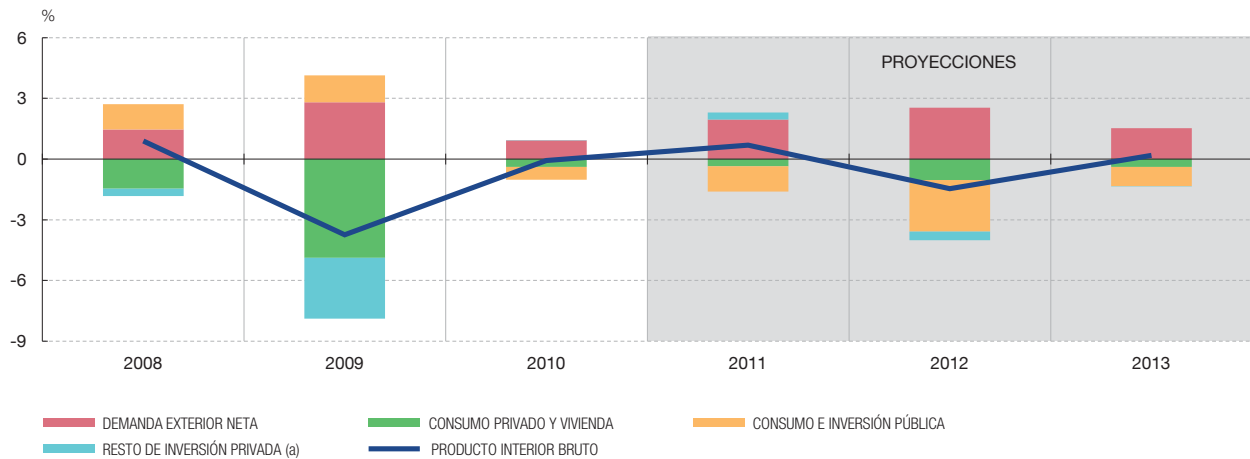
a Fecha de cierre de las predicciones: 13 de enero de 2012.

Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2011.

mismo tiempo que en septiembre se incluyó una regla de estabilidad presupuestaria en la Constitución que reafirmaba el compromiso a medio y largo plazo de las finanzas públicas españolas con el mantenimiento de una situación presupuestaria saneada como ingrediente necesario para un crecimiento económico sostenible. Las mayores tensiones financieras hicieron también mella en otras economías europeas, dando lugar a una sustancial revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento en muchas de ellas, lo que dañó tanto las exportaciones españolas como la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión para atender la demanda externa. Todos estos acontecimientos condujeron en la segunda mitad de 2011 a una acentuación del proceso de destrucción de empleo, retrocesos del consumo privado, una mayor atonía de la inversión y un menor empuje de la demanda exterior neta, que en conjunto determinaron un retroceso del PIB en los meses finales del año, por un importe estimado del 0,3 % en tasa intertrimestral, tal y como se detalla en el «Informe trimestral de la economía española», que se incluye en este mismo número del *Boletín Económico*.

Cabe prever que esta trayectoria contractiva se prolongue en 2012, proyectándose para el conjunto del año un retroceso del PIB del 1,5 %, que es el resultado de la confluencia del proceso de ajuste del sector privado con el del sector público. Las medidas de austeridad presupuestaria tendrán un efecto directo sobre los componentes públicos de la demanda nacional, pero afectarán también al gasto de las familias. Se prevé, asimismo, que los hogares y empresas prosigan su proceso de desapalancamiento, con tasas negativas de variación del crédito, en un contexto de condiciones restrictivas





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye la variación de existencias.

Último dato observado: tercer trimestre de 2011.

de financiación. Como en los años anteriores, la demanda exterior neta amortiguará el impacto del descenso de la demanda nacional en el PIB, si bien en este caso la mayor contribución no vendrá de las exportaciones, que se verán limitadas por el comportamiento más débil de la economía mundial y, sobre todo, de la europea, sino de las importaciones, que disminuirán sustancialmente en respuesta a la caída de la demanda nacional (véase gráfico 2).

La tasa de variación del PIB proyectada para 2012 (-1,5 %) es muy inferior a la prevista en el Informe de proyecciones de marzo de 2011 (1,5 %). Diversos factores explican esa diferencia de 3 pp: en primer lugar, las variables que configuran el contexto internacional son ahora más desfavorables, lo que se refleja en una expansión de los mercados de exportación más reducida; en segundo lugar, las condiciones de financiación se han hecho considerablemente más restrictivas, encareciéndose los recursos financieros y limitándose su disponibilidad; en tercer lugar, la falta de éxito en el logro de los objetivos de consolidación fiscal en 2011 significa que alcanzar el objetivo de 2012 exige medidas de ajuste mucho más ambiciosas; finalmente, en el Informe de proyecciones del año pasado no se suponía que el objetivo de 2012 fuera a cumplirse estrictamente (se proyectaba un déficit del 5,2 % del PIB para 2012), mientras que en este Informe se asume el supuesto normativo de que el déficit se reducirá hasta el 4,4 %, como ya se ha indicado.

Por componentes, se proyecta un fuerte descenso de la demanda nacional (-4 %), muy superior al estimado para 2011 (-1,3 %), que se deriva de un comportamiento más desfavorable de casi todas las partidas, en especial del consumo público y de la inversión pública. Se estima también que el consumo privado, tras estancarse en 2011, disminuirá algo más del 1 % en 2012, pese a que la tasa de ahorro volvería a mostrar un nuevo descenso. El retroceso del empleo y el aumento del IRPF son los dos principales factores que lastrarían la renta disponible de las familias. Tras el acusado ajuste de los últimos cuatro años, la inversión en vivienda sería el único componente cuya tasa de variación en 2012 podría no ser inferior a la del año anterior, si bien se prevé que siga siendo negativa, con un descenso por encima del 4 %. Estas estimaciones descansan sobre una hipótesis acerca del número de viviendas iniciadas similar al observado recientemente y también

sobre el mantenimiento de la demanda de vivienda (y, por tanto, de los servicios inmobiliarios) en un nivel también análogo al de 2011.

La debilidad de la demanda, el deterioro de las perspectivas económicas y las duras condiciones de financiación incidirán en la puesta en marcha de nuevos proyectos por parte de las empresas, de modo que se prevé que tanto la inversión en bienes de equipo como la que realizan en construcciones disminuyan en 2012 (en conjunto, a una tasa en el entorno del -3 %). De este modo, el grueso de la inversión empresarial se orientará a reemplazar el capital fijo obsoleto.

En el ámbito exterior se proyecta un aumento de las exportaciones del 3,5 %. Ello supone un crecimiento de las ventas al exterior que supera al de los mercados españoles en aproximadamente 1 pp, lo que representa una moderación de las ganancias de cuota en esos mercados frente a las observadas en el bienio 2010-2011. Además, la probable sustitución de mercados interiores por mercados exteriores por parte del tejido empresarial español, en un contexto de mayor fortaleza relativa de los segundos frente a los primeros, contribuirá también a explicar el comportamiento moderadamente favorable de las exportaciones. Por su parte, las importaciones disminuirían con gran intensidad (en torno a un 5 %), habida cuenta del fuerte ajuste de la demanda nacional. De esta forma, la demanda exterior neta aportaría 2,5 pp al crecimiento del PIB, medio punto por encima de su contribución en 2011.

Las caídas de la actividad serían relativamente intensas hasta el final del verano, atenuándose en el tramo final del ejercicio, de modo que en el último trimestre se habría completado la fase de retrocesos de la producción. En 2013 se proyecta una gradual expansión, con tasas positivas desde el primer trimestre, de forma que la economía española se iría aproximando a su ritmo de crecimiento potencial. En el conjunto del año, sin embargo, los efectos de arrastre de las tasas negativas de variación del PIB de 2012 afectarían al crecimiento medio anual, que sería de solo el 0,2 %. El incremento del producto en 2013 se debería, principalmente, a los menores requerimientos de ajuste presupuestario en comparación con el del año anterior, factor que dejará de comprimir la demanda nacional con la intensidad que se proyecta para 2012, así como a una pauta de mayor estabilidad del gasto de las familias, pues el consumo privado dejaría de caer, mientras que el ajuste de la inversión residencial habría terminado. Asimismo, el gasto empresarial tenderá a estabilizarse, en un contexto de menor incertidumbre y mayor sostenimiento de la demanda final. La renta disponible de las familias en términos reales presentaría su primera variación positiva desde 2009, al tiempo que la tasa de ahorro se recuperaría ligeramente. Las exportaciones se expandirán con mayor vigor, si bien también lo harán las importaciones, en respuesta a la menor atonía de la demanda nacional, con lo que la aportación de la demanda exterior neta, aunque altamente positiva, será inferior a la de 2012.

El descenso del PIB en 2012 tendrá un impacto apreciable en el empleo, que disminuirá en torno al 3 %, siguiendo la pauta más negativa observada en el tramo final del pasado año. Este descenso del empleo sería compatible con un menor crecimiento de la productividad aparente del trabajo, que pasaría de aumentar a un ritmo del 2,4 % en 2011 a hacerlo al 1,6 % en 2012. En 2013 seguiría cayendo el empleo en términos medios anuales (-0,7 %), si bien ese retroceso se debería al efecto de arrastre de las cifras del año anterior, pues en términos intertrimestrales podría comenzar a observarse creación de empleo en términos netos en la segunda mitad de 2013. En ese año, el ritmo de avance de la productividad se ralentizaría hasta una tasa en torno al 1 %. Por sectores, se espera que el empleo del sector público disminuya con cierta intensidad en el bienio considerado,

habida cuenta de las medidas adoptadas para la congelación de la oferta de empleo público, la reducción del sector público empresarial y la simplificación y racionalización de la estructura administrativa del Estado, CCAA y CCLL. El ajuste también afectará con notable intensidad al sector privado, si bien se estima que empezaría a crearse empleo neto en la economía de mercado a comienzos de 2013. No obstante, debe destacarse que las actuales proyecciones han sido elaboradas bajo el supuesto de que no son adoptadas medidas para la reforma del mercado de trabajo, dado que, si bien se espera la aprobación de actuaciones al respecto, su alcance es, por el momento, desconocido. De este modo, si se pusieran en marcha medidas efectivas para adecuar la remuneración de los puestos de trabajo a su productividad y, en general, para permitir que las condiciones laborales en un sentido amplio pudieran adaptarse a las necesidades específicas de las empresas, el resultado sería una anticipación e intensificación de la generación neta de empleo en el sector privado de la economía.

Pese al descenso de la población activa que se proyecta, estas cifras de empleo darían lugar a un incremento de la tasa de paro de casi 2 pp en 2012, hasta el 23,4 %, nivel a partir del cual descendería solo de modo muy marginal en 2013, de nuevo en ausencia de medidas adicionales en el mercado de trabajo. Actuaciones más decididas en el ámbito de las reformas estructurales permitirían una reducción más rápida del desempleo y crearían condiciones más favorables para el crecimiento económico.

Las proyecciones sobre la remuneración por asalariado están rodeadas de una gran incertidumbre, en la medida en que a la hora de escribir este Informe se desconocen el alcance de la reforma del mercado laboral y las pautas que guiarán el comportamiento de los costes salariales en este ejercicio y en los siguientes. El patrón de incrementos salariales observado en el pasado se caracteriza, por un lado, porque los salarios del sector privado tienden a mostrar una gran inercia ante variaciones del ciclo económico y una excesiva sensibilidad ante oscilaciones transitorias de la inflación y, por otro lado, por el peso relativamente elevado de los convenios plurianuales —firmados en años anteriores en condiciones que pueden ser muy distintas—. Estas proyecciones incorporan una cierta dosis de moderación salarial, si bien, como se ha indicado, el grado de incertidumbre acerca de la materialización de un cambio de régimen es elevado. De esta forma, se proyectan aumentos salariales en la economía de mercado en torno al 1 % tanto en 2012 como en 2013, algo inferiores a las tasas de inflación esperadas para la media de cada uno de esos años. Estas tasas de variación serían el resultado de unas tarifas salariales medias relativamente altas, algo por debajo del 2 %, y de una deriva negativa. Los costes laborales unitarios en la economía de mercado seguirían así descendiendo en 2012 (-0,8 %) y se estabilizarían en 2013, de modo que proseguiría la recuperación de la competitividad frente al área del euro, aunque a un ritmo menor que en el período de 2010-2011. Obviamente, los posibles acuerdos para limitar el crecimiento de las tarifas darían lugar a menores incrementos salariales y de los costes laborales unitarios, lo que contribuiría a reforzar la posición competitiva de las empresas y el empleo. Para las AAPP se tiene en cuenta la congelación salarial acordada para 2012. Además, se supone la extensión de esta medida al año 2013.

En el terreno de la inflación, en los últimos meses se ha observado una pauta de desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios de consumo, que viene explicada, sobre todo, por los efectos de comparación respecto a los mismos meses del año 2010, cuando el aumento de los precios de la energía y la subida del IVA y de otros impuestos incrementaron la tasa de variación del IPC. Se prevé que en 2012 ese proceso continúe, de modo que el IPC medio de 2012 se sitúe en torno al 1,5 %. Estas proyecciones

se encuentran condicionadas por la evolución de los supuestos externos adoptados, en particular por el precio del petróleo, y por el mantenimiento de la imposición indirecta en sus niveles actuales.

La debilidad de la demanda nacional y el buen comportamiento de las exportaciones conducirían, de nuevo, a una disminución significativa de la necesidad de financiación de la nación en 2012 y 2013, hasta alcanzar un saldo equilibrado en este último año, frente al 3,5 % del PIB estimado para 2011. El saldo de bienes y servicios obtendría superávit ya en 2012, pese al elevado déficit energético, mientras que el saldo de rentas se haría algo más deficitario, debido a la acumulación de pasivos netos frente al exterior y al encarecimiento de la financiación obtenida en el resto del mundo.

Desde el punto de vista de los sectores institucionales, la evolución de la necesidad de financiación de la nación sería el resultado del sustancial recorte que se proyecta para el déficit público, mientras que se prevé una modesta disminución de la capacidad de financiación de familias y de empresas, cuyas cuentas de capital seguirían mostrando, no obstante, un saldo neto positivo. Durante los últimos trimestres, la financiación captada por las familias y las empresas ha mostrado tasas negativas de crecimiento, que se manifiestan con mayor intensidad en los préstamos concedidos a las familias para la adquisición de bienes de consumo (con un descenso interanual en torno al 5 % al final de 2011) y en los que han proporcionado las entidades residentes a las empresas, que caían a un ritmo similar en ese período. La financiación concedida a los hogares para la adquisición de vivienda también disminuyó, pero a ritmos más moderados (en torno al -1 % en los últimos meses del pasado año). Esta caída del crédito está vinculada, sobre todo, con la atonía del gasto privado, aunque las tensiones financieras experimentadas a lo largo de 2011 también han contribuido a esta evolución, al conducir al mantenimiento de condiciones de financiación bastante restrictivas por parte de las entidades de crédito. En este sentido, la capacidad de financiación que han mostrado en los últimos años los hogares y las empresas no financieras ha facilitado el proceso de saneamiento de los balances de estos agentes y les habría llevado a atender a sus gastos con cargo a sus propios recursos, apelando en menor medida a la financiación ajena. Ese saneamiento se aprecia en las ratios de endeudamiento del sector privado. En el caso de las familias, el endeudamiento disminuyó en 2011, hasta el tercer trimestre (último dato disponible), en 4 pp de su renta disponible, hasta el 124 % (82 % en términos del PIB), mientras que, en el caso de las empresas, se redujo en casi 60 pp de su excedente bruto de explotación e ingresos financieros, hasta el 500 % (120 % del PIB). Las proyecciones para 2012 y 2013 permiten presagiar que este proceso de desapalancamiento va a continuar, lo que constituye un elemento fundamental con el que afrontar la recuperación del gasto privado más allá del horizonte temporal contemplado en las presentes proyecciones.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2011 con un déficit en torno al 8 % del PIB, de acuerdo con la estimación preliminar anunciada por el nuevo Gobierno, 2 pp más que el objetivo marcado. Por agentes, de acuerdo con esa información, las desviaciones se produjeron en todos los niveles de la Administración, si bien fue en las CCAA donde alcanzó una mayor magnitud. Por componentes, la información disponible hasta el tercer trimestre muestra que el gasto público del conjunto de AAPP acumulaba un descenso del 2 % interanual en los nueve primeros meses del año, no muy lejos de la tasa del -2,6 % marcada como objetivo para el conjunto del ejercicio, mientras que los ingresos públicos, medidos de esa forma, disminuyeron un 0,8 %, frente al aumento del 5,4 % que había sido fijado como meta. De esta forma, junto con los ingresos corrientes no impositivos, parece que la principal fuente de desviación en 2011 ha sido la recaudación de impuestos, que ha

## Riesgos en las proyecciones

sido muy inferior a la prevista e, incluso, más reducida de lo que cabría esperar a tenor de la evolución de las bases imponibles (aproximadas por el crecimiento del PIB en términos nominales, que se estima que fue del 2 %, aproximadamente). Las previsiones fiscales para 2012 y 2013 se basan, como se ha señalado, en un cumplimiento estricto de los objetivos fiscales previamente acordados con las autoridades europeas de reducción del déficit hasta el 4,4 % del PIB en este año y el 3 % en el próximo.

Las proyecciones contenidas en este Informe indican un retroceso sustancial de la actividad en 2012, en un contexto en que se considera imperativo encauzar de forma urgente la senda de consolidación fiscal en línea con los compromisos adquiridos a nivel europeo, en un marco de continuación del saneamiento de los balances de las familias y las empresas, fuertes tensiones en los mercados financieros y con una menor contribución de los mercados de exportación a la expansión de la producción nacional. En 2013, el esfuerzo de consolidación presupuestaria sería más moderado, y esto, unido a un mayor empuje de la economía mundial, ayudaría a que el ritmo de crecimiento se acercara gradualmente a su potencial a largo plazo, si bien la brecha de producción seguiría siendo negativa.

Este ejercicio de proyección está sometido a un grado de incertidumbre muy elevado, que se deriva, principalmente, del carácter normativo de los supuestos fiscales asumidos y de la extraordinaria magnitud de las medidas de consolidación presupuestaria que deben adoptarse para cumplir con los objetivos establecidos —que hacen muy difícil realizar una estimación precisa de su impacto en el gasto y la actividad—, y de la compleja situación de la zona del euro y de los mercados financieros, tras el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana. Estas fuentes de incertidumbre aconsejan considerar estas proyecciones con un alto grado de cautela.

Al margen de su elevada magnitud, los riesgos de que se produzcan desviaciones sobre la actividad están, en su conjunto, probablemente, equilibrados. Entre los riesgos de desviación a la baja habría que señalar la posibilidad de la aparición de tensiones adicionales en los mercados financieros, que pudieran proceder, por ejemplo, de las dificultades para encontrar una respuesta coordinada a la crisis de deuda soberana o de la intensificación de la realimentación negativa entre las tensiones en los mercados de deuda y en los de financiación bancaria. Esta eventualidad podría contagiar a los mercados españoles y endurecer adicionalmente las condiciones de financiación de los agentes públicos y privados de nuestro país. Tampoco puede descartarse que la economía del área del euro y también la economía mundial presenten en 2012 una evolución más desfavorable de la que aquí se ha supuesto, dadas la magnitud de los desequilibrios acumulados en algunas regiones y la insuficiente coordinación de las políticas económicas, lo que llevaría a un avance menor de los mercados de exportación españoles y, por tanto, a una aportación inferior de la demanda exterior neta a la expansión del PIB, que representa la fuente fundamental de crecimiento en España en los próximos dos años.

Como se comentó anteriormente, el programa de consolidación que debe ponerse en marcha resulta imprescindible y tiene una magnitud muy sustancial. Existe, sin embargo, una elevada incertidumbre sobre su impacto a corto plazo sobre la actividad y seguramente diferirá del recogido en estas proyecciones, dado que se desconocen los detalles acerca de la composición de ese programa de consolidación. En todo caso, algunas pautas podrían ser relevantes para minimizar los posibles riesgos de que el crecimiento se deslice a la baja respecto a las proyecciones macroeconómicas que aquí se presentan (pudiendo, incluso, resultar en un impacto menos intenso que el aquí proyectado). En este sentido, la presentación temprana de un programa de consolidación completo y bien

especificado contribuiría a reducir la incertidumbre en torno a los compromisos adquiridos y mejoraría las perspectivas de que las finanzas públicas españolas retornen, a la mayor brevedad posible, a la senda de estabilidad presupuestaria. El hecho de que el grueso del ajuste, como se ha anunciado, descansa sobre la contención del gasto público en vez de sobre el aumento de los impuestos sería también un elemento positivo, pues, en general, las consolidaciones así realizadas tienden a ser más exitosas. Finalmente, resulta fundamental minimizar los riesgos de incumplimiento de los objetivos marcados, para lo que deben establecerse los mecanismos que permitan conocer y reaccionar de una forma temprana a las posibles desviaciones en la ejecución presupuestaria que se detecten. La experiencia del último año indica que es preciso mejorar sustancialmente los instrumentos para el seguimiento de las cuentas de las AAPP, y en particular de las CCAA.

Entre los riesgos de que se observen desviaciones positivas en los ritmos de crecimiento respecto a los aquí proyectados, se encontrarían los derivados de una reacción de los mercados financieros más favorable al escenario de consolidación fiscal y a la consecución gradual de unos buenos resultados en este ámbito, lo que reduciría los costes de financiación de los agentes españoles (incluyendo las AAPP), relajaría las condiciones de acceso al crédito, tanto externo como interno, mejoraría la confianza de los distintos agentes en las perspectivas de la economía española y anticiparía la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Un ingrediente fundamental que contribuiría a la reactivación del crecimiento a medio y largo plazo sería la introducción de una reforma ambiciosa del mercado de trabajo, en especial de los mecanismos de contratación y de la negociación colectiva, así como el establecimiento de pautas que contuvieran en mayor medida los aumentos salariales en 2012 y 2013. Medidas decididas en estos ámbitos contribuirían a mitigar el coste, en términos de empleo, del descenso previsto de la actividad, al tiempo que serían muy beneficiosas en un momento en el que la competitividad de la producción española es el factor crucial en el que descansa una recuperación sostenida. En último término, esas medidas supondrían un impulso a la productividad de la economía española y, por tanto, del crecimiento potencial. Además, las actuaciones en este sentido mejorarían la percepción de la sostenibilidad del endeudamiento externo de España, lo que, de nuevo, mejoraría las condiciones de financiación. En estas proyecciones no se han considerado los potenciales beneficios de esa reforma del mercado laboral, de modo que las actuaciones en esos terrenos podrían dar lugar a un comportamiento menos negativo de la actividad y del empleo en los dos próximos años que el que aquí se proyecta. Por último, los nuevos avances en el proceso de reestructuración financiera en marcha deberían mejorar las condiciones de financiación de las entidades de crédito, de forma que estén en una situación más sólida cuando se recupere la economía.

Respecto a la inflación, los riesgos de desviación también parecen equilibrados. Las presiones inflacionistas podrían ser mayores si se agudizaran las tensiones en el mercado de petróleo o si se recurriera en mayor medida a las alzas de los impuestos indirectos en el programa de consolidación. En cambio, existen elementos que podrían conducir a tasas de inflación más moderadas, como la debilidad de la demanda, que va a ejercer una presión considerable sobre los márgenes, especialmente si se ve acompañada de medidas liberalizadoras en algunos mercados que incrementen el grado de competencia. Asimismo, las medidas en el mercado de trabajo comentadas anteriormente podrían permitir romper con la inercia salarial existente e incrementar la sensibilidad cíclica de los costes laborales, lo que ayudaría a limitar los incrementos de precios.

17.1.2012.