

Resumen

El presente informe contiene el análisis sobre la situación actual y las perspectivas de la economía española para los años 2013 y 2014 llevado a cabo por el Servicio de Estudios del Banco de España. Para su elaboración, se ha tomado como base la información disponible hasta el 14 de marzo.

Desde la publicación del informe anterior, en enero de 2012, la economía española ha estado sometida a los efectos de diversos factores que han complicado notablemente la coyuntura. A las dificultades que plantea el ajuste de los desequilibrios acumulados por la economía española, en 2012 se sumó el más grave episodio de la crisis de deuda soberana europea.

El elevado grado de tensión y fragmentación que afectó a los mercados financieros de la UEM en los meses centrales del año, reflejo del riesgo de redenominación que en aquellos momentos amenazaba al área del euro, tuvo un impacto particularmente negativo en las economías del área más sensibles a los cambios en la confianza de los inversores. En el caso de la economía española, las turbulencias en los mercados de capitales afectaron de manera muy notable a las primas de riesgo de la deuda soberana, que a finales de julio alcanzaron valores máximos desde la introducción de la moneda única. El tensionamiento en los mercados de la deuda pública se dejó sentir rápidamente en las condiciones de financiación de los emisores privados españoles, y de forma muy singular en las del conjunto del sector financiero. En los peores momentos de este episodio, durante el verano pasado, se produjeron voluminosas salidas netas de fondos hacia el exterior, que solo pudieron ser contrarrestadas a través de una mayor apelación a la financiación del Eurosistema.

En este clima de gran incertidumbre, el anuncio del Banco Central Europeo del programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés), a comienzos de septiembre, sentó las bases para una progresiva normalización en las condiciones de acceso de las entidades nacionales a los mercados financieros. A su vez, la constatación de la buena marcha del proceso de reestructuración bancaria en España, de acuerdo con la agenda marcada por el Memorando de Entendimiento suscrito con las autoridades europeas en julio pasado, contribuyó a mejorar la confianza en el sector financiero nacional. Todo ello permitió que en el tramo final de 2012 se reanudaran los flujos de financiación exterior y se redujera sensiblemente la desconfianza de los inversores en las emisiones españolas. Más recientemente, la mejoría en la percepción de los mercados se ha visto reforzada por el importante avance en la reducción del déficit público, que, de acuerdo con las estimaciones del Gobierno, se habría situado en el 6,7% del PIB en 2012 (10% del PIB si se tiene en cuenta el impacto de las ayudas financieras).

Con todo, el deterioro de la confianza, las estrictas condiciones financieras de los hogares y de las empresas no financieras, la debilidad del mercado de trabajo y el efecto contractivo del ajuste de los balances del sector privado y de algunas de las medidas de ajuste fiscal determinaron una acusada contracción de la demanda nacional, que retrocedió un 4,3% en el conjunto del año 2012. Esta evolución fue parcialmente compensada por la aportación positiva del sector exterior, que limitó la caída del PIB en 2,8 puntos porcentuales (pp), hasta el 1,4%. El mayor esfuerzo de consolidación presupuestaria en la parte final del año, junto con el efecto del resto de factores mencionados, resultó en una fuerte contracción del

gasto interno en el último trimestre de 2012, lo que, unido a un entorno de atonía de las ventas al conjunto de la UEM, provocó una intensificación de la caída del PIB en ese trimestre, con retrocesos que alcanzaron el 1,9 % y el 0,8 % en tasas interanual e intertrimestral, respectivamente.

El ejercicio de proyección para el bienio 2013-2014 que se presenta en este informe tiene, por tanto, como punto de partida una situación de acusada debilidad y elevada incertidumbre. En los últimos meses se ha producido una cierta normalización en la situación de sus mercados financieros, pero no han terminado de despejarse todas las dudas inherentes al desarrollo de la crisis del área del euro. La economía española, por su parte, está realizando un proceso de ajuste muy profundo, cuya culminación no está exenta de dificultades. No obstante, el carácter transitorio de algunos de los factores que afectaron negativamente a la actividad durante los meses finales de 2012 permite pensar, con la cautela a la que obliga un contexto tan complejo, que la economía española podría estar ya superando la fase más aguda de la actual recesión. Así, la reversión de algunos de los impulsos contractivos recientes debería contribuir a que las caídas intertrimestrales de la demanda nacional se vayan moderando a lo largo de 2013. La combinación de este comportamiento con la recuperación progresiva de las exportaciones permitiría que el PIB se estabilizase hacia finales de 2013, para pasar a crecer a lo largo de 2014. El notable efecto arrastre, derivado de la pronunciada caída de la actividad al final de 2012, hace que, a pesar del perfil de mejora progresiva en las tasas intertrimestrales del PIB, la previsión para el conjunto de 2013 arroje una caída ligeramente superior a la registrada el pasado ejercicio (del -1,5 %), que vendría seguida de una recuperación modesta en 2014 (del 0,6 %).

Como ha venido sucediendo a lo largo de la crisis, el escenario macroeconómico de estas proyecciones sigue caracterizado por una contracción de la demanda nacional, únicamente contrarrestada por la contribución positiva del saldo neto exterior. La debilidad de la demanda nacional, a su vez, es el resultado de la prolongación de la senda decreciente tanto de su componente público como del privado. En particular, el consumo de los hogares seguirá acusando la fragilidad del mercado de trabajo y el impacto de la consolidación fiscal sobre sus rentas reales, en un marco en el que su elevado nivel de endeudamiento seguirá detrayendo recursos de los presupuestos de las familias y dejando poco margen para el ahorro bruto, cuyo peso en la renta disponible bajará por cuarto año consecutivo. La inversión residencial continuará registrando caídas en 2013 y 2014, en coherencia con un flujo de iniciación de viviendas que permanecerá durante la mayor parte del horizonte de previsión en niveles muy reducidos. La atonía de la demanda nacional, el bajo nivel de utilización de la capacidad productiva en muchos sectores y las condiciones financieras restrictivas darán lugar a un nuevo descenso de la inversión productiva privada en 2013. Posteriormente, la mejora de la actividad en 2014, y en particular el aumento de la capacidad productiva de aquellos sectores más beneficiados por el dinamismo de las exportaciones, permitirá una recuperación gradual de esta variable.

En el ámbito del comercio exterior, se espera una aceleración progresiva en la senda de crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios a lo largo del período de proyección, basada en la recuperación gradual del dinamismo de los mercados internacionales. Además, se prevé que el ritmo de avance de las ventas al resto del mundo supere al de los propios mercados, en una cuantía similar a la de los últimos años, como reflejo de la continuación de las mejoras de competitividad de la economía española y, sobre todo, del aumento de la base exportadora, ya que la atonía del mercado interno seguirá impulsando un incremento de la fracción de la producción interna destinada a la exportación. El comportamiento favorable de las ventas al exterior, junto con el retroceso de las importaciones provocado

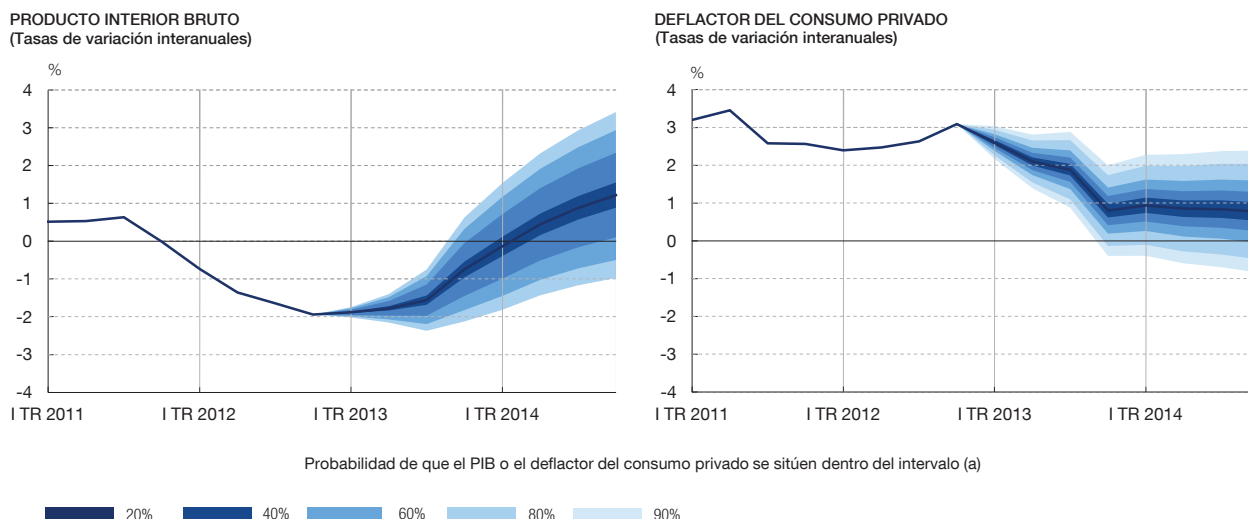
por la debilidad de la demanda nacional, dará lugar a una contribución del saldo neto exterior en 2013 algo superior a la registrada en 2012. En 2014, esta aportación se moderará por el efecto de la recuperación paulatina de las compras en el exterior, en línea con la evolución más positiva de la demanda final.

El descenso del PIB en 2013 llevará aparejada una reducción notable del empleo —del 3,8 %—, determinada, en parte, por el marcado efecto arrastre del negativo comportamiento de la ocupación en el tramo final del año pasado. En 2014, la tasa de destrucción de empleo se moderaría sustancialmente y, de hecho, en el curso del año se iniciaría la creación neta de puestos de trabajo en la economía de mercado. Esta proyección para el empleo se traduciría, a pesar del previsible descenso de la población activa, en aumentos adicionales de la tasa de paro a lo largo de 2013, que se corregirían ligeramente en 2014, año en el que se espera que esta variable presente un perfil trimestral descendente. Este escenario central se ha construido bajo el supuesto de que la reforma laboral aprobada el pasado año siga ejerciendo un efecto moderador sobre los salarios, de intensidad similar a la observada hasta el momento. Un mejor aprovechamiento de las posibilidades que ofrece la nueva legislación laboral para adaptar los salarios al tono de extrema debilidad del mercado de trabajo podría tener, sin embargo, un importante efecto moderador adicional de la senda de destrucción de empleo que se ha descrito. Asimismo, la adopción de medidas adicionales en este terreno o actuaciones más decididas en el ámbito —más amplio— de las reformas estructurales permitirían crear unas condiciones más favorables para el crecimiento económico, lo que facilitaría una reducción más rápida del desempleo.

Por lo que respecta a la inflación, la disminución adicional de los costes laborales unitarios proyectada para los dos próximos años, junto con la moderación de márgenes resultante de la débil demanda, determinará que, en ausencia de nuevos incrementos impositivos o de los precios de los bienes y servicios regulados, los precios de consumo avancen a tasas moderadas: del 1,8 % y del 1 % en 2013 y 2014, respectivamente.

El escenario macroeconómico descrito es coherente con la prolongación durante los dos próximos años del ajuste del desequilibrio exterior y del sobreendeudamiento del sector privado. En concreto, estas proyecciones son compatibles con la generación de una capacidad de financiación para el conjunto de la economía española (superávit de cuenta corriente y de capital) en el año 2013 de en torno al 2,5 % del PIB, que se ampliará en 1 pp adicional en 2014. Esta mejora en el saldo externo será el reflejo, fundamentalmente, de un aumento del superávit de la balanza de bienes y servicios alcanzado en 2012. La dependencia energética y el déficit de rentas que genera el endeudamiento frente al exterior seguirán siendo, como en años anteriores, los principales factores que frenarán el incremento de la capacidad de financiación de la nación.

Desde una perspectiva sectorial, la 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 2012 en el entorno del 10 % del PIB, incluyendo el efecto de las ayudas públicas al sector financiero, hasta niveles próximos al 6 % del PIB tanto en 2013 como en 2014, de acuerdo con las hipótesis fiscales consideradas en este informe, que se explicitan detalladamente más adelante. Por su parte, los hogares revertirían la senda de reducciones de la capacidad de financiación observada en los últimos años, mientras que las sociedades no financieras continuarían mostrando aumentos de su capacidad de financiación. En ambos casos, el proceso de desendeudamiento proseguiría a lo largo del próximo bienio, si bien a un ritmo más dinámico por parte de las sociedades



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 Último dato observado: cuarto trimestre de 2012.

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.

que de las familias, cuyo bajo nivel de ahorro acotaría su capacidad para impulsar de manera más decidida el saneamiento de sus balances.

La elevada incertidumbre que rodea la formulación de estas proyecciones se expresa, de manera aproximada, a través de los intervalos en torno a las sendas previstas para el PIB y el deflactor del consumo privado que se muestran en el gráfico 1. Estos rangos reflejan diferentes probabilidades de desviación, calculadas en función de los errores de predicción del pasado.

El juicio sobre los riesgos de desviación respecto al escenario central de estas proyecciones indica que predominan los que apuntan hacia la posibilidad de una senda de menor actividad. En efecto, los riesgos de retroceso en el entorno financiero del área del euro o la posibilidad de un ajuste fiscal más exigente que el contemplado en los supuestos presupuestarios incluidos en este informe podrían resultar en ritmos de crecimiento inferiores. Sin embargo, en dirección contraria operaría la posibilidad de que ganaran fuerza los desarrollos positivos observados en el último año, un escenario cuya probabilidad aumentaría con el seguimiento de las políticas adecuadas y la profundización de las reformas estructurales en los mercados de factores y de bienes y servicios. La recuperación de la confianza inversora en la economía española facilitaría una mejora en las condiciones de financiación de los agentes públicos y privados. Asimismo, avances más rápidos en la recuperación de la competitividad mejorarían la capacidad de crecimiento de la economía española.

En el terreno de la política fiscal, una definición temprana y con un horizonte de medio plazo de las medidas necesarias para mantener una senda de reducción sostenida del déficit y la aplicación estricta de los mecanismos introducidos en la nueva ley de estabilidad presupuestaria para la identificación y corrección oportuna de posibles desviaciones en los planes presupuestarios aumentarían la confianza en el éxito del proceso de consolidación fiscal. Del mismo modo, la culminación de las distintas etapas de la reestructuración

del sistema financiero podría tener un efecto positivo sobre la confianza de los agentes y en las condiciones de acceso al crédito de hogares y empresas.

Por lo que se refiere a la inflación, los riesgos de desviación se encuentran equilibrados a lo largo del horizonte de proyección. Por un lado, las presiones inflacionistas podrían ser mayores si el ajuste fiscal requiriera alzas en los precios regulados o en la imposición indirecta. Por otro lado, una mayor efectividad de la reciente reforma del mercado de trabajo, junto con otras posibles reformas estructurales que aumenten la sensibilidad de los salarios y los precios a la actual posición cíclica, resultaría en una mayor moderación de la trayectoria de los precios. Por último, una apreciación del euro por encima de los niveles esperados podría contribuir, asimismo, a la contención de precios.

En los dos apartados siguientes se describen los supuestos externos y los supuestos fiscales sobre los que se han elaborado las proyecciones. A continuación, se presenta un diagnóstico más detallado de las perspectivas de la economía española. En la parte final del informe se analizan los principales riesgos a los que está sometido el escenario central.

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 a lo largo del horizonte de previsión (véase cuadro 1). El procedimiento empleado para la construcción de las trayectorias de la mayor parte de las variables exógenas en el período 2013-2014 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 del euro, 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 informe¹. Por lo que se refiere al tipo de cambio, se supone que esta variable se mantiene a lo largo de todo el 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 1,31 dólares por euro, por término medio, en 2013 (un 2,3 % por encima del valor observado en 2012) y en 1,30 dólares en 2014. 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, contempla una cierta moderación del precio en dólares, lo que, unido a la apreciación de la moneda única europea, implica un descenso del precio en euros tanto en 2013 como en 2014.

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 que estos se mantendrán en niveles reducidos durante el período de proyección, aunque con una tendencia ligeramente creciente respecto a los últimos datos observados, situándose, en media, en el 0,2 % en 2013 y en el 0,4 % en 2014, frente al 0,6 % de 2012. Por su parte, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo, obtenidos a partir de las expectativas implícitas en la curva de rentabilidades, también muestran una

¹ En este caso, la fecha de cierre es 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 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

	2009	2010	2011	2012	Proyección	
					2013	2014
Entorno internacional						
Producto mundial	-0,8	5,1	3,9	3,1	3,2	4,0
Mercados mundiales	-10,7	12,8	6,3	2,8	3,7	6,5
Mercados de exportación de España	-10,7	10,7	4,6	0,6	1,6	4,9
Precio del petróleo, en dólares (nivel)	61,9	79,6	111,0	111,9	109,3	105,0
Precios de exportación de los competidores, en euros	-4,1	6,9	4,6	4,0	-0,2	1,5
Condiciones monetarias y financieras						
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,39	1,33	1,39	1,28	1,31	1,30
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	1,2	0,8	1,4	0,6	0,2	0,4
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	4,0	4,2	5,4	5,8	5,1	5,5

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.
 Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2012.

a Fecha de cierre de las predicciones: 14 de marzo de 2013.

pauta creciente a lo largo del horizonte de proyección en relación con los valores más recientes, situándose, en promedio, en el 5,1 % en 2013 y en el 5,5 % en 2014, frente al 5,8 % de 2012.

A partir de los supuestos sobre estos tipos de interés de referencia y sobre el diferencial entre la rentabilidad de la deuda pública española y la alemana, se elaboran proyecciones del coste de la financiación de familias y de empresas, que evidencian que aquellos se mantendrían relativamente estables en 2013, en torno a los niveles actuales, incrementándose ligeramente en 2014, como consecuencia, fundamentalmente, del repunte de las rentabilidades interbancarias. Además, se supone que las entidades mantendrán sin grandes cambios el resto de condiciones crediticias distintas de los propios tipos de interés. El supuesto técnico realizado sobre la evolución prevista de las cotizaciones bursátiles implica que estas se reducen moderadamente. En cuanto al precio de la vivienda, que, junto con las cotizaciones bursátiles, constituye el otro principal determinante de la evolución de la riqueza de los hogares, se proyecta una continuación de su proceso de ajuste, con caídas adicionales del precio hasta la parte final del período de proyección, cuando se producirían los primeros signos de estabilización.

En relación con el comercio mundial, se espera una recuperación gradual del crecimiento de los mercados de exportación españoles, que, después de la atonía que mostraron en 2012, cuando tan solo crecieron el 0,6 %, aumentarían el 1,6 % en 2013. Esta senda de mejora se intensificaría en 2014, en consonancia con el mayor dinamismo que se anticipa para la economía mundial, de modo que los mercados españoles crecerían un 4,9 %.

Los supuestos fiscales

El informe se realiza en un momento en el que la economía española se encuentra inmersa en un intenso proceso de consolidación presupuestaria, lo que convierte los supuestos acerca de la política fiscal en uno de los principales condicionantes de la evolución macroeconómica en el horizonte de proyección. Habitualmente, la elaboración de los supuestos fiscales que subyacen a un ejercicio de proyección macroeconómico descansa sobre el principio de que sean tenidas en cuenta solamente aquellas medidas ya aprobadas o que, al menos, hayan sido especificadas con un grado de detalle suficiente. Este

supuesto no resulta adecuado en situaciones de ajuste fiscal de carácter extraordinario, pues su aplicación estricta introduciría sesgos significativos en las proyecciones macroeconómicas. De este modo, al igual que en los informes de proyecciones de los dos últimos años, esta práctica ha sido reemplazada por la incorporación en el escenario central no solo de las medidas ya aprobadas, sino también de algunas otras que figuran en los planes presupuestarios plurianuales anunciados y cuya adopción se considera probable. Se mantienen, en todo caso, diferencias con los supuestos fiscales del Gobierno, derivadas fundamentalmente del diferente escenario macroeconómico, así como de una dinámica subyacente distinta en algunas partidas de gastos y de ingresos públicos.

En las proyecciones que aquí se presentan, los supuestos fiscales para 2013 incorporan la información del Plan Presupuestario 2013-2014², que posteriormente fue validada 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 ingresos, las principales medidas consideradas incluyen el impacto derivado del aumento de los tipos del IVA en septiembre de 2012, los efectos en el IRPF de la supresión de determinadas deducciones, la prórroga del impuesto sobre el patrimonio, las limitaciones en el impuesto sobre sociedades a la deducibilidad de los gastos de amortización, el aumento de las bases máximas de las cotizaciones sociales, así como las actuaciones incorporadas en la ley de medidas fiscales para la sostenibilidad energética³. Por el lado de los gastos, se incorpora la subida del 1 % en las pensiones —del 2 % en las inferiores a 1.000 euros—, la congelación de los salarios públicos y la reposición de la paga extraordinaria a los empleados públicos, la restricción de la inversión pública, y los planes de empleo público, que suponen una prórroga de su limitación al 10 % de la tasa de reposición, salvo algunas excepciones, y el aumento del número de horas trabajadas. Asimismo, se supone una moderación significativa de las compras de bienes y servicios, transferencias y subvenciones.

Para 2014, los supuestos fiscales se basan parcialmente en los objetivos oficiales detallados en el Plan Presupuestario 2013-2014, y en particular en lo relativo a determinadas partidas de gastos discrecionales. Por el lado de los ingresos, es importante notar que en 2014, en principio, expiraría un conjunto de medidas impositivas aplicadas en 2012 y 2013 con elevada incidencia recaudatoria. Entre ellas se encuentran el gravamen complementario del IRPF, la supresión o la reducción de determinadas deducciones en el impuesto sobre sociedades, el recargo del impuesto sobre bienes inmuebles y la recuperación del impuesto sobre el patrimonio. En este informe se adopta el supuesto de que dichas medidas impositivas, cuyo impacto agregado se situaría en torno al 1,2 % del PIB, se mantendrán durante 2014, dado que, en ausencia de medidas compensatorias, su reversión provocaría que el déficit público en dicho año recuperara una tendencia creciente, ampliándose, por tanto, la brecha con el objetivo fijado para ese año. A estos efectos, es importante recordar que, atendiendo a los calendarios que comporta el Semestre Europeo, en abril se dispondrá de la actualización del Programa de Estabilidad de España y, por consiguiente, de los supuestos macroeconómicos revisados y de una información más detallada sobre la estrategia de consolidación fiscal del Gobierno.

2 El Plan Presupuestario 2013-2014, publicado por el Gobierno el 3 de agosto de 2012, supuso una actualización de los planes oficiales para el conjunto de las AAPP en materia de política fiscal para hacerlos compatibles con la senda revisada de consolidación aprobada en el Consejo ECOFIN del 10 de julio de dicho año. Una gran parte de las medidas incluidas en dicho plan ya habían sido aprobadas por el Gobierno en el Real Decreto Ley 20/2012, de 13 de julio.

3 El 1 de enero de 2013 entró en vigor la Ley 15/2012, de 27 de diciembre, de medidas fiscales para la sostenibilidad energética.

Tasas de variación anual sobre volumen y porcentaje del PIB

	2009	2010	2011	2012	Proyección	
					2013	2014
PIB	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,5	0,6
Consumo privado	-3,8	0,7	-1,0	-2,1	-3,0	-0,3
Consumo público	3,8	1,5	-0,5	-3,7	-4,4	-1,5
Formación bruta de capital fijo	-18,0	-6,2	-5,3	-9,1	-8,1	-0,9
Inversión en bienes de equipo	-23,9	2,6	2,4	-6,6	-5,6	1,4
Inversión en construcción	-16,6	-9,8	-9,0	-11,5	-10,1	-2,5
Exportación de bienes y servicios	-10,0	11,3	7,6	3,1	3,8	5,4
Importación de bienes y servicios	-17,2	9,2	-0,9	-5,0	-4,9	2,0
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-6,6	-0,6	-1,9	-3,9	-4,2	-0,6
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	2,9	0,3	2,3	2,5	2,8	1,2
Deflactor del consumo privado	-1,1	2,0	2,9	2,6	1,9	0,9
Costes laborales unitarios	1,5	-2,0	-1,4	-3,4	-0,7	-1,3
Remuneración por asalariado	4,2	0,3	0,7	-0,3	1,7	-0,1
Productividad aparente del trabajo	2,7	2,3	2,2	3,2	2,4	1,2
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	-6,3	-2,5	-1,7	-4,4	-3,8	-0,6
Tasa de paro (porcentaje de la población activa)	18,0	20,1	21,6	25,0	27,1	26,8
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	17,8	13,1	11,0	8,4	8,1	8,2
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (porcentaje del PIB)	-4,3	-3,8	-3,2	-0,2	2,5	3,5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (porcentaje del PIB)	-11,2	-9,7	-9,4	-10,0	-6,0	-5,9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2012.

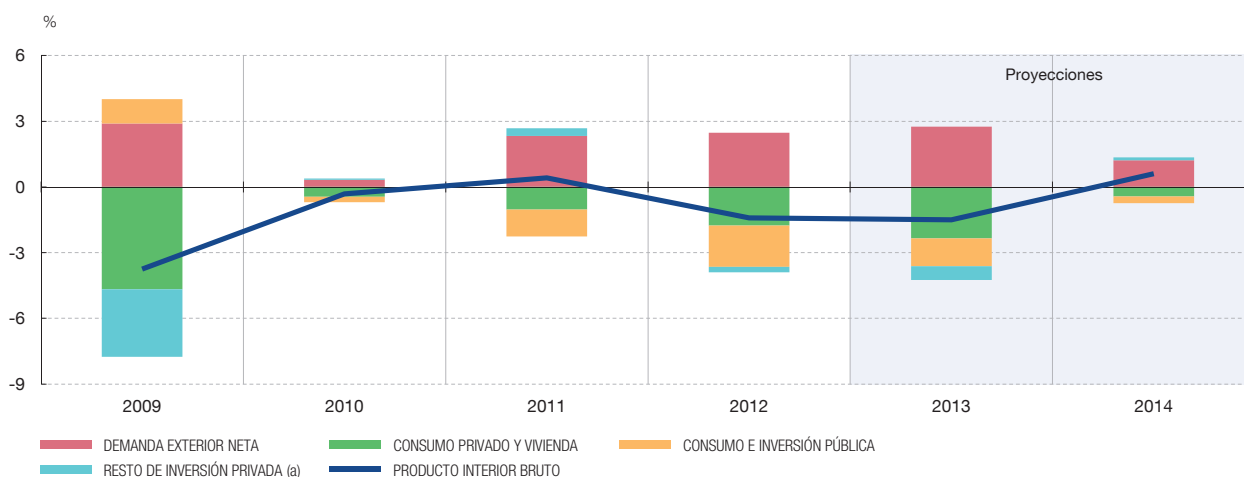
a Fecha de cierre de las predicciones: 14 de marzo de 2013.

Perspectivas de la economía española

Como ya se ha señalado, las presentes proyecciones contemplan una continuación de la trayectoria recesiva al inicio de 2013, que, en términos de la tasa media anual, se traduciría en un retroceso del producto del 1,5 % (véase cuadro 2). Al inicio de este año, los procesos de ajuste en curso continúan ejerciendo efectos contractivos sobre la actividad. En particular, los agentes privados siguen inmersos en un proceso de desendeudamiento, las familias han visto comprimirse notablemente sus rentas, prosigue el proceso de reconducción de las finanzas públicas a una senda sostenible y la actividad de inversión residencial no ha culminado su descenso.

Por componentes, se proyecta un descenso pronunciado de la demanda nacional (-4,3 %), superior al observado en 2012 (-3,9 %). En particular, entre los componentes de la demanda privada se prevé una aceleración de la caída del consumo privado —hasta el -3 %—, en un contexto de nueva disminución de las rentas nominales, motivada, principalmente, por la marcada debilidad de las rentas laborales (gráfico 2). No obstante, el descenso del consumo de los hogares se verá mitigado, como en los últimos años, por un menor ahorro. Se espera también que la inversión residencial retroceda, por sexto año consecutivo, a una tasa en el entorno del 10 %, algo más pronunciada que la observada en 2012, en línea con la acentuación del ritmo de descenso del número de visados de edificación residencial en la segunda mitad del pasado ejercicio. Cabe prever, por tanto, que la contracción de las rentas de los hogares, las condiciones financieras restrictivas y las incertidumbres sobre la evolución de los precios inmobiliarios seguirán constriñendo la demanda de activos residenciales.

En este entorno de debilidad de la demanda interna se espera que la inversión empresarial también retroceda en 2013, a una tasa media en el entorno del 5 %. No obstante, se



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 Último dato observado: cuarto trimestre de 2012.

a Incluye la variación de existencias.

advierten algunos elementos que podrían comenzar a moderar la caída de esta variable en la segunda mitad del año. Entre estos factores se incluye la disponibilidad de recursos internos de las empresas con los que apoyar la financiación del gasto en las primeras fases de recuperación del ciclo inversor, en las que el acceso a la financiación externa suele tener lugar en condiciones más restrictivas. En este sentido, conviene subrayar que el conjunto de las empresas no financieras ha registrado, desde 2009, una capacidad de financiación. Además, aunque se espera que el tono de la demanda interna continúe sin estimular la inversión empresarial, el dinamismo de la actividad exportadora puede requerir, en determinadas ramas, una ampliación de la capacidad instalada. Finalmente, la crisis ha conducido a un proceso de ralentización del ritmo de reposición del capital fijo y, por tanto, a un grado de obsolescencia que puede ser superior a lo habitual, lo que podría dar lugar a un impulso adicional al eventual repunte de la inversión.

La demanda pública seguirá experimentando retrocesos en 2013, como reflejo de la continuación del proceso de consolidación fiscal. A partir de los planes presupuestarios de las distintas Administraciones Públicas conocidos hasta la fecha, se estiman caídas en el número de empleados públicos y en las compras de bienes y servicios, que, en su conjunto, conducirían a una tasa de variación del consumo público del -4,4 % en 2013, lo que supone una cierta aceleración en el ritmo de contracción de este componente de la demanda en comparación con el observado en 2012. En sentido contrario, los presupuestos de las Administraciones Públicas para 2013 establecen una caída de la inversión pública en el entorno del 20 %, aproximadamente la mitad de la estimada para el año anterior.

En la vertiente exterior de la economía, se espera que las exportaciones avancen un 3,8 %, con lo que, como viene ocurriendo en los últimos años, la tasa de crecimiento de las ventas al extranjero superará de nuevo a la de los mercados españoles. En concreto, la consiguiente ganancia de cuota de las exportaciones españolas en esos mercados ascendería en 2013 a unos 2 pp. Este proceso se apoyaría en la búsqueda por parte de las empresas españolas de nuevos mercados que reemplacen la pérdida de demanda interna y, también, en una nueva ganancia de competitividad-precio, en un marco en el que se prolongará la moderación salarial, lo que, junto con el avance de la productividad, dará lugar a una nueva

reducción de los costes laborales unitarios. Finalmente, se espera que las importaciones retrocedan a una tasa del 4,9%, similar a la observada en 2012, en un contexto en el que se proyecta una caída de la demanda final que, en términos tanto de su magnitud como de su composición, sería asimismo equiparable a la del ejercicio precedente.

En el primer semestre de 2013 se espera que continúen los descensos intertrimestrales del producto a ritmos similares a los observados, por término medio, desde el inicio de la actual recesión. Sin embargo, hacia el final del año se prevé un repunte gradual de la actividad. Por un lado, se proyecta una mejora del tono exportador como consecuencia de la recuperación de los flujos comerciales mundiales, en un marco de continuación del proceso de diversificación de destinos y de mantenimiento de las ganancias de competitividad. Este escenario de paulatina recuperación de la economía mundial, especialmente si viene acompañado de un alivio en las condiciones de financiación, debería contribuir a sustentar un mayor empuje de la inversión empresarial. Por su parte, aunque la absorción del *stock* acumulado de viviendas llevará tiempo, se prevé una moderación —adicional a la que se ha producido en los últimos años— de la aportación negativa de la inversión residencial al crecimiento del PIB. Finalmente, aunque el esfuerzo de consolidación fiscal habrá de ser todavía muy significativo en 2013, se asume también una gradual disminución de la contribución negativa de los componentes públicos al crecimiento del PIB.

En 2014 se espera un fortalecimiento gradual de la actividad, con tasas de variación del producto positivas —aunque modestas— desde el inicio del año. El avance del PIB se basará, principalmente, en una progresiva mejora de los distintos componentes de la demanda privada. Por el lado del gasto de los hogares, se podrían alcanzar tasas positivas al final del horizonte de proyección, en un contexto en el que las rentas de las familias dejarían asimismo de caer, aunque en media anual continuaría descendiendo. Finalmente, la demanda exterior neta seguiría contribuyendo al crecimiento del producto, aunque menos que en 2013, pues, si bien el ritmo de avance de las ventas al exterior aumentaría en paralelo al de nuestros mercados de exportación, las importaciones mostrarían un crecimiento más expansivo, en consonancia con el mejor pulso de la demanda nacional.

En línea con la caída del producto, se espera que en 2013 continúe la destrucción neta de puestos de trabajo, de modo que el empleo caería un 3,8%. En esta proyección se ha adoptado un supuesto prudente acerca del impacto de la reforma laboral aprobada en 2012 sobre las condiciones en el mercado de trabajo en el corto plazo. En particular, se proyecta que la reforma ejerza un efecto moderador de los salarios, similar al observado en la parte final de 2012. Por otro lado, se prevé un ritmo de avance de la productividad todavía elevado (del 2,4%) en las ramas de la economía de mercado, que, no obstante, implica una cierta desaceleración con respecto al 3,3% observado en 2012. Lógicamente, una utilización más intensiva de las posibilidades que ofrece el nuevo marco regulatorio laboral para desplazar el ajuste desde el empleo hacia los salarios se traduciría en una mayor desaceleración de la productividad y en una merma de empleos menor. Entretanto, en el sector público se espera una intensificación de la caída del empleo en el presente ejercicio, en línea con los planes aprobados por las distintas Administraciones. En 2014 se prevé una evolución divergente entre el empleo público, sobre el que continuaría el ajuste a la baja, dadas las necesidades de consolidación fiscal, y el sector privado, donde la incipiente recuperación de la actividad daría lugar a aumentos de empleo en términos netos.

Por otro lado, se espera una intensificación de la tendencia reciente a la disminución de la población activa a lo largo del horizonte de proyección, como resultado de la moderación

de los avances de la tasa de participación y del descenso de la población en edad de trabajar. Esta evolución no impediría, dada la trayectoria proyectada para el empleo, un repunte adicional de la tasa de paro en 2013, hasta alcanzar el 27,1 % de la población activa, antes de descender a lo largo de 2014, hasta situarse, en el promedio del año, en el 26,8 %.

Como se ha señalado, las proyecciones de remuneración por asalariado incorporan un cierto aumento de la sensibilidad de esta variable a las fluctuaciones de la actividad económica y de la inflación, en línea con las señales observadas recientemente, lo que se traduce en una mayor moderación salarial. A ello contribuye también el hecho de que la mayor parte de los convenios vigentes a lo largo del horizonte de proyección habrán sido firmados con posterioridad a la entrada en vigor de los dos Acuerdos para el Empleo y la Negociación Colectiva, suscritos, respectivamente, en enero de 2010 y en febrero de 2012, de modo que la proporción de convenios referenciados al comportamiento corriente de la inflación es cada vez menor. En este contexto, se prevé que el crecimiento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado evolucione a tasas del 0,7 % y del -0,4 % en 2013 y 2014, respectivamente. A la hora de interpretar la previsión de 2013 debe tenerse en cuenta que esta tasa incorpora el impacto sobre el componente de cotizaciones sociales derivado del aumento de las bases máximas de cotización, de modo que, una vez descontado este efecto, el aumento salarial sería del -0,1 %. Dado el ritmo de avance proyectado para la productividad del trabajo, los costes laborales unitarios en la economía de mercado continuarían descendiendo en 2013 y 2014 a tasas en el entorno del 1,5 %, algo menores que las observadas en el bienio precedente. La moderación de los costes salariales privados constituye un ingrediente crucial para la salida de la crisis, pues es necesaria para el avance del ajuste exterior de la economía.

En las AAPP, la evolución salarial proyectada toma en consideración los supuestos fiscales ya comentados. Sobre esta base, los salarios en la economía no de mercado repuntarían en 2013 hasta una tasa del 4,3 %, básicamente por el supuesto de reposición de la paga extraordinaria, seguida de una tasa del 1,1 % en 2014.

La evolución reciente de la inflación, en términos de las tasas interanuales del IPC, se ha visto condicionada por el impacto del alza de tipos del IVA y las subidas de precios administrados en el tramo final de 2012. Las medidas subyacentes de inflación, que descuentan estos efectos, muestran una evolución más moderada. Esta última observación corrobora que, tras el inicio de la crisis, la trayectoria de los precios se ha tornado algo más sensible al grado de presión de la demanda. En el período de proyección se espera que el incremento de los precios de consumo se modere, a medida que desaparezcan los efectos transitorios que se han mencionado. En concreto, el IPC medio crecería un 1,8 % en 2013 y un 1 % en 2014, condicionado al conjunto de supuestos realizados.

En cuanto al saldo de la cuenta del resto del mundo, que ha sido ligeramente negativo para el conjunto de 2012, se espera que registre una mejora sustancial en 2013. En particular, se prevé una capacidad de financiación del 2,5 % del PIB, gracias fundamentalmente al comportamiento del saldo de bienes, que podría aproximarse al equilibrio, a pesar del elevado déficit del componente energético. En 2014, la prolongación de este ajuste permitiría una ampliación de la capacidad de financiación de la nación hasta el 3,5 % del PIB.

El análisis de la corrección del saldo de la cuenta del resto del mundo en 2013 desde la perspectiva de los sectores institucionales se encuentra muy condicionado por el impacto

de las transferencias de capital que las AAPP hicieron a las instituciones financieras en 2012, en el marco del proceso de saneamiento del sistema financiero. Si se excluyen estos efectos, las AAPP contribuirían en siete décimas a la mejora esperada del 2,7 % del PIB de la capacidad de financiación de la nación en 2013, mientras que las familias y las sociedades no financieras lo harían en 0,3 pp y 1,2 pp, respectivamente. El aumento del saldo positivo proyectado para la cuenta de capital de las familias se debe a la reducción adicional de su gasto en inversión, en un contexto en el que se espera que su tasa de ahorro continúe cayendo, aunque a un ritmo inferior al observado en los tres últimos años. En el caso de las empresas no financieras, la mejora de su capacidad de financiación se debería tanto a la prolongación de la pauta de aumento de su tasa de ahorro como a la reducción de su tasa de inversión.

El hecho de que los agentes privados de la economía presenten una elevada capacidad de financiación ha permitido una cierta mejora de sus posiciones patrimoniales, tras el elevado endeudamiento en que incurrieron durante la última fase expansiva. No obstante, los avances en el proceso de desapalancamiento son menores en el caso de los hogares, cuya ratio de crédito se ha reducido entre 2010 y 2012 en unos 4 pp sobre la renta disponible, hasta el 125 % de aquella, mientras que la correspondiente a las empresas ha disminuido desde 2009 en casi 160 pp de su excedente bruto de explotación, hasta el 340 %. Las proyecciones de gasto de los agentes privados a lo largo del horizonte de proyección hacen prever una continuación de sus respectivas sendas de desendeudamiento hacia niveles más sostenibles, condición necesaria para que, más allá del horizonte de proyección, los niveles de consumo y de inversión alcancen sus trayectorias de largo plazo.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2012 con un déficit del 6,7 % del PIB, de acuerdo con la información anunciada por el Gobierno, esto es, cuatro décimas por encima del objetivo marcado, lo que habría supuesto un ajuste de algo más de dos puntos del PIB con respecto a 2011. Esta reducción supone un esfuerzo fiscal significativo, dado el contexto de recesión económica y de fuerte incremento de la carga por intereses. Como resultado de los supuestos adoptados, las previsiones fiscales para 2013 y 2014 situarían el déficit público en el entorno del 6 % del PIB en ambos años. Estas cifras no permitirían quebrar todavía la tendencia creciente de la ratio de deuda pública sobre el PIB y ponen en evidencia que, a pesar del intenso proceso de consolidación presupuestaria realizado en los tres últimos años, la magnitud del ajuste fiscal pendiente es todavía significativa para estabilizar, primero, la ratio de deuda pública y comenzar, posteriormente, un proceso de reducción duradera de aquella.

Riesgos en las proyecciones

Desde que se publicó el informe de proyecciones de 2012, la economía española se ha adentrado en una segunda recesión, que condiciona su trayectoria durante el horizonte temporal contemplado en las proyecciones macroeconómicas que se perfilan en este informe. Según estas, la actividad retrocederá sustancialmente en 2013 y solo empezará a recuperarse en 2014, en un contexto de mantenimiento de condiciones financieras relativamente estrictas y en el que resulta ineludible avanzar en la consolidación fiscal —en línea con los compromisos adquiridos en el ámbito europeo—, continuar el saneamiento de los balances de las familias y empresas, y progresar en el proceso de reestructuración de las entidades de crédito. Y todo ello, en un entorno en el que persisten dudas sobre la resolución de los importantes problemas que ha sufrido la zona del euro en los tres últimos años.

Con estos condicionantes, este ejercicio de proyección está sometido a un grado de incertidumbre elevado, que se deriva de la compleja situación de la zona del euro y de los mercados financieros, y de las dificultades inherentes al difícil proceso de ajuste en el que se

encuentra inmersa la economía española. Estas fuentes de incertidumbre obligan a considerar estas proyecciones con especial cautela.

Los riesgos de que se produzcan desviaciones sobre la actividad se encuentran moderadamente sesgados a la baja. En particular, entre los supuestos considerados en dicho escenario se asume que, durante el horizonte de proyección, no tendrá lugar un tensionamiento adicional significativo en las condiciones financieras agregadas que afectan a la economía española. Sin embargo, el elevado grado de incertidumbre todavía presente en la esfera financiera internacional hace que no se puedan descartar nuevas perturbaciones. Esta eventualidad tendría efectos adversos sobre la confianza, y sobre la disponibilidad y el coste de la financiación de la economía. También afectaría negativamente a toda la región y a nuestros mercados de exportación. Las ventas al exterior se resentirían igualmente si el crecimiento de algunos de los mercados en los que las exportaciones españolas han aumentado su presencia se muestra inferior al proyectado. Este factor de riesgo puede pesar especialmente en el caso de algunas áreas emergentes que afrontan mayores incertidumbres, tanto geopolíticas como asociadas al propio ciclo económico. En el ámbito interno, una senda de ajuste del desequilibrio fiscal más exigente que la considerada en estas proyecciones conllevaría probablemente un menor crecimiento a corto plazo, con un impacto final sobre la actividad que, en todo caso, dependería de la composición del esfuerzo adicional.

Entre los riesgos de desviaciones al alza sobre el crecimiento previsto en las proyecciones, destaca la posibilidad de que se produzca una recuperación de la confianza inversora en la economía española más intensa que la asumida aquí, con el consiguiente efecto positivo sobre las condiciones de financiación de los sectores público y privado. Por otro lado, una aceleración adicional en el proceso en marcha de recuperación de la competitividad ampliaría su capacidad de crecimiento a través de una mayor aportación neta del sector exterior.

La aplicación de políticas económicas adecuadas puede contribuir a mejorar la capacidad de resistencia de la economía española en caso de que se materialicen los anteriores u otros riesgos a la baja, y también a hacer más plausibles otros marcos más favorables que el escenario central de estas previsiones. En particular, la política fiscal podría contribuir decisivamente a impulsar la confianza inversora en nuestra economía apuntalando las ganancias de credibilidad logradas a través del establecimiento de un plan presupuestario de medio plazo que proporcione suficiente detalle sobre el contenido y el impacto de las medidas de ingresos y gastos públicos que permitan culminar el proceso de consolidación fiscal y que incluyan las medidas necesarias para afrontar el impacto del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas. En paralelo, deberían aplicarse en toda su extensión los instrumentos incorporados en la ley de estabilidad para evitar las desviaciones con respecto a los objetivos o para garantizar su corrección temprana cuando se produzcan. El avance en la hoja de ruta establecida en el Memorando de Entendimiento para la reestructuración del sistema financiero debería producir, asimismo, un efecto positivo sobre las perspectivas del sector, con el consiguiente impacto favorable sobre las propias condiciones de financiación de las entidades de crédito y, como resultado de esto último, sobre las del resto de agentes económicos. Adicionalmente, la aplicación de políticas que favorezcan una mayor sensibilidad de los precios, márgenes y salarios a las condiciones del ciclo fomentará la reasignación de recursos hacia proyectos y sectores con más potencial de crecimiento. Por último, las políticas orientadas a la mejora de la eficiencia de la economía procurarán avances mayores en la recuperación de la competitividad y, en definitiva, un mayor potencial de crecimiento y de generación de empleo.

Por lo que respecta a la inflación, los riesgos de que se produzcan desviaciones son equilibrados. Por un lado, la introducción de nuevas alzas de los precios administrados o de los impuestos indirectos en aras del ajuste fiscal puede tener efectos inflacionistas adicionales. Por otro lado, aunque las presentes proyecciones incorporan un grado de sensibilidad de los precios a la evolución de la actividad análogo al observado desde el inicio de la crisis, no cabe descartar que la propia prolongación del período de contracción de la demanda conduzca a una mayor moderación de la inflación. En particular, este sería el resultado si se aplican con decisión los contenidos de la reciente reforma del mercado de trabajo y si se acometen nuevas reformas de los mercados de bienes y servicios orientadas a fomentar la competencia en determinados sectores.

15.3.2013.