

INFORME SOBRE POSICIÓN CÍCLICA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

ESPAÑA

2008

25 de abril de 2008

1. INTRODUCCIÓN

Una de las principales modificaciones que introduce la reforma de las Leyes de Estabilidad Presupuestaria aprobada en mayo de 2006 es la definición del principio de estabilidad presupuestaria como la situación de equilibrio o superávit computada a lo largo del ciclo económico.

Para instrumentar dicho principio, el objetivo de estabilidad de cada ejercicio se fija teniendo como referencia dos umbrales de crecimiento (expresados en tasa de variación del PIB nacional real): uno superior, por encima del cual el objetivo de estabilidad será necesariamente de superávit; y otro inferior, por debajo del cual el objetivo podrá ser déficit; entre ambos umbrales el objetivo será de equilibrio.

Para la fijación de los objetivos presupuestarios resulta esencial determinar la fase del ciclo económico en la que se encuentra la economía y su evolución a medio plazo. A tal efecto, el Texto Refundido de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria, aprobado por Real Decreto Legislativo 2/2007, de 28 de diciembre, establece que el Ministerio de Economía y Hacienda elaborará un informe, previa consulta al Instituto Nacional de Estadística y al Banco de España y teniendo en cuenta las previsiones del Banco Central Europeo y de la Comisión Europea, en el que se evalúe la fase del ciclo económico que se prevé para cada uno de los años contemplados en el horizonte temporal de fijación del objetivo de estabilidad. Además de estas previsiones, este Informe ha tenido en cuenta también las de primavera del Fondo Monetario Internacional, por ser las que se han publicado más recientemente.

En cumplimiento de la citada disposición el Ministerio de Economía y Hacienda ha elaborado el presente informe de evaluación de la posición cíclica de la economía española.

2. ANÁLISIS DE SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

2.1. Contexto externo

En el primer trimestre de 2008, el ritmo de avance de la **economía mundial** se ha ralentizado, después de haber alcanzado crecimientos en torno al 5% en los últimos cuatro años, debido a la desaceleración de la economía estadounidense y al impacto de las turbulencias financieras internacionales, que se desencadenaron el pasado agosto a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos.

Desde entonces, los bancos centrales han actuado de manera coordinada y decidida para atajar la falta de liquidez en los mercados de crédito internacionales, generada por la incertidumbre acerca del impacto de la crisis en el sistema financiero internacional. Las condiciones para la concesión de créditos se han endurecido por el deterioro de la confianza y las primas de riesgo han aumentado notablemente. Los mercados bursátiles han centrado su atención en la evolución de la economía

estadounidense y en la situación de las entidades financieras, y muestran una elevada volatilidad.

En el cuarto trimestre de 2007, la **economía estadounidense** redujo drásticamente su ritmo de crecimiento, lastrada por el ajuste de la inversión en construcción residencial. Ante los síntomas de desaceleración, la Reserva Federal acometió una fuerte reducción de los tipos de interés, situados hoy en el 2,25%, el menor nivel desde febrero de 2005; por su parte, el Gobierno anunció un paquete de estímulos fiscales. Aún así, se prevé que la economía de Estados Unidos pueda llegar a sufrir un estancamiento en el primer semestre de 2008 mientras surten efecto las rebajas de los tipos de interés y las medidas fiscales.

Al otro lado del Atlántico, las economías de la **zona euro** y de **Reino Unido** se desaceleraron ligeramente en el cuarto trimestre, acusando los efectos de la crisis financiera y la atonía de la economía estadounidense. Los últimos indicadores correspondientes a la zona del euro revelan que sus fundamentos siguen siendo sólidos y que su economía está resistiendo bien a las turbulencias financieras, aunque se percibe una ligera moderación de su crecimiento. El grado de exposición de la economía británica a la crisis de crédito es más elevado que el de otros países europeos, por el importante peso de los servicios financieros en el PIB. En consecuencia, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra han adoptado una estrategia diferente; la autoridad monetaria de la zona euro ha mantenido el tipo de interés en el 4% con el fin de anclar firmemente las expectativas de una inflación que en marzo alcanzó la tasa más elevada desde 1997. Mientras tanto, el Banco de Inglaterra ha reducido el tipo de interés de referencia hasta el 5%, a pesar de que la inflación supera los objetivos de la autoridad monetaria.

El dinamismo de los **países emergentes**, liderados por China e India como motores de crecimiento de la economía mundial en los últimos años, está contrarrestando en parte la debilidad de la economía estadounidense (principal elemento de impulso en los últimos años), pero está impulsando también los precios de las materias primas. La cotización del petróleo Brent rebasó en marzo de 2008 la cota de 100 dólares por barril y los precios de las materias primas industriales se han orientado al alza en los primeros meses de 2008, tras la caída del trimestre previo, a lo que se ha añadido un repunte mayor de lo esperado de los precios de los alimentos a nivel mundial desde el segundo semestre del año pasado 2007.

La paulatina reducción de tipos de interés en Estados Unidos y las desfavorables perspectivas a corto plazo sobre su economía han ejercido una presión continua sobre el dólar estadounidense, que se ha situado en mínimos históricos frente al euro.

Para la elaboración del escenario macroeconómico de España en el período 2008-2011, el Ministerio de Economía y Hacienda ha utilizado para el contexto exterior las previsiones del FMI del Informe de Perspectivas Económicas de abril 2008. Según esta institución, la **economía mundial** crecerá un 3,7% en 2008 y una décima más en 2009, iniciándose a principios de este ejercicio una gradual recuperación, a medida que se vayan resolviendo los problemas de las entidades financieras, se

Informe de posición cíclica de la economía española
25 de abril de 2008

noten los efectos de las medidas de impulso económico y finalice el ajuste del sector de la construcción en Estados Unidos. En consonancia, el comercio mundial de bienes y servicios se ralentizará hasta aumentar un 5,6% y 5,8% en 2008 y 2009, respectivamente, tras haber registrado en el pasado ejercicio un avance del 6,8%. Las previsiones del FMI para la zona euro (1,4% de crecimiento en 2008) parecen algo pesimistas al compararlas con las estimaciones de la Comisión Europea publicadas en febrero, que sitúan el avance de la Unión Monetaria en el 1,8% en 2008.

Las hipótesis sobre el **precio del petróleo Brent**, de referencia en Europa, se ajustan a las previsiones de los mercados de futuros, según las cuales el precio de esta materia prima se mantendrá elevado y constante, en torno a 98 dólares por barril en todo el horizonte de la proyección. En cuanto al **tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense**, se supone que se situará en torno a 1,55 dólares por euro en todo el período.

La evolución de los **mercados de exportación españoles** tiene en cuenta las previsiones de crecimiento de los principales socios comerciales elaboradas por el FMI, si bien pudieran estar algo infravaloradas por los motivos apuntados anteriormente (previsión de crecimiento excesivamente pesimista para el área euro).

Este panorama económico internacional no está exento de **riesgos** a la baja, en el caso de una mayor duración e intensidad de la crisis financiera internacional, un ajuste más prolongado de la economía estadounidense o unos precios más elevados de las materias primas.

2.2. Situación cíclica de la economía española en el periodo 2007-2011

Teniendo en cuenta las previsiones provisionales de la Comisión Europea y del FMI y considerando el informe de evaluación de la posición cíclica elaborado por el Banco de España a solicitud de la Secretaría de Estado de Economía, así como los últimos datos disponibles de Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), correspondientes al último trimestre de 2007, se presenta un escenario plurianual de la economía española, estructurado en torno a los parámetros de referencia mencionados en el Artículo 8.2. de la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

La economía española ha prolongado en 2007 la tendencia de fuerte dinamismo de años previos, registrando el PIB en el conjunto del año un crecimiento medio anual del 3,8%. No obstante, desde el segundo trimestre de 2007, la actividad económica viene mostrando signos de desaceleración progresiva, comportamiento coherente con la maduración del ciclo económico, ya anticipado en el Informe de Posición Cíclica publicado en marzo del pasado año. Esta ralentización del crecimiento, todavía suave a finales de 2007, se ha reflejado principalmente en un menor ritmo de avance del PIB, que se situó en el 3,5% en el cuarto trimestre de 2007, claramente inferior a la tasa de 4,1% alcanzada en el primer trimestre del mismo año. Esta pérdida de vigor está motivada por una cierta moderación de la demanda nacional, que fue acompañada de una mejora de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto.

Informe de posición cíclica de la economía española
25 de abril de 2008

El menor tono expansivo de la demanda nacional se ha visto reflejado en sus principales componentes, como el consumo final de los hogares y la formación bruta de capital fijo, que registraron en el cuarto trimestre de 2007 tasas interanuales de 2,7% y 4,8%, 8 décimas y 1,5 puntos por debajo, respectivamente, de las tasas anotadas en el primer trimestre de ese año. Correlativamente, la creación de empleo también perdió fuerza a lo largo de 2007, pasando el crecimiento de los ocupados, en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo de 3,3% en el primer trimestre a 2,5% en el último, si bien esta variable mantuvo un considerable dinamismo.

Las razones de esta inflexión en la trayectoria marcadamente expansiva seguida hasta comienzos de 2007 son variadas, pero pueden agruparse fundamentalmente en dos categorías de factores:

- **Factores de tipo “interno”, relacionados esencialmente con un ajuste en el sector de construcción residencial que está produciendo una reducción significativa en el número de viviendas iniciadas.** De hecho, la moderación observada a lo largo de 2007 en las tasas de crecimiento de la formación bruta de capital fijo en vivienda ha sido muy sensible (1,8% interanual en el cuarto trimestre, frente a 4% en el primero).
- **Factores de procedencia externa, que han reforzado los efectos de los factores internos.**

Entre ellos cabría destacar la reacción del gasto agregado –especialmente del consumo privado- al incremento de los tipos de interés reales experimentado durante los dos últimos años, el repunte de la tasa de inflación en los meses posteriores al verano (impulsada por la trayectoria alcista de los precios del petróleo y de los alimentos elaborados) y las turbulencias en los mercados financieros internacionales, que estarían endureciendo las condiciones de acceso a la financiación.

Al mismo tiempo, durante 2007 ha proseguido el proceso de recomposición del crecimiento desde el punto de vista de la demanda, minorándose el peso de la demanda nacional –que habría visto reducir su contribución al crecimiento a lo largo de 2007 en 1,2 pp. entre el primero y el cuarto trimestre- y reduciéndose la contribución negativa de la demanda externa, desde -1 pp. a -0,4 pp. a lo largo del mismo intervalo.

El escenario macroeconómico prevé una acentuación de estas tendencias durante 2008 y, en menor medida, en el primer semestre de 2009, a la vista de los diversos indicadores adelantados disponibles. Así, durante este período se completaría la fase más acusada del ajuste en el sector de la construcción residencial. El ajuste en el sector se estaría produciendo de manera más rápida de lo inicialmente estimado, de forma que, en media anual, el mínimo de iniciación de viviendas se alcanzaría ya en el presente ejercicio 2008. Aun así, la inversión en

vivienda continuaría anotando tasas de crecimiento negativas hasta el año 2010 incluido.

Los restantes componentes de la demanda también proseguirían una tendencia de desaceleración durante 2008 y parte de 2009, comenzando a invertir esta orientación especialmente en el segundo semestre de 2009. Así, el consumo se resentiría en 2008 de la importante desaceleración en el empleo – mitigada por el repunte de la remuneración por asalariado- y del mantenimiento de los tipos de interés a corto plazo en sus niveles actuales, especialmente durante la primera mitad del año. Sin embargo, más adelante comenzarían a aparecer elementos de signo contrario, como la desaceleración de la tasa de inflación en el segundo semestre, la caída de los tipos de interés a corto plazo, la recepción de algunos estímulos fiscales, como las rebajas impositivas y el impulso anunciado a diversos programas de obras públicas (que se concretaría fundamentalmente a lo largo de 2009), así como una cierta recuperación del pulso del empleo ya avanzado 2009. Por su parte, las exportaciones acusarían también en 2008 y 2009 el deterioro de las condiciones económicas internacionales, si bien a partir de finales de este último año iniciarían su recuperación, en paralelo a la reactivación prevista de los principales mercados de exportación españoles. Con todo esto, la contribución del sector exterior continuaría mejorando, hasta hacerse nula en 2011.

De acuerdo con este perfil, el PIB crecería un 2,3% en 2008 y 2009, viéndose lastrado especialmente este último año por la caída de la inversión en vivienda, provocada por el descenso en el número de viviendas iniciadas en 2008. Tras alcanzar su mínimo en tasas interanuales entre el último trimestre de 2008 y el primero de 2009, a partir del segundo trimestre de este último año el PIB comenzaría una paulatina recuperación (paralela a la del consumo, la formación bruta de capital fijo en todos sus componentes excepto vivienda, las exportaciones y el empleo), que se prolongaría hacia 2010 y 2011, años en que alcanzaría tasas de variación del 2,8% y del 3,1%, respectivamente.

Las diversas estimaciones de output gap realizadas para el horizonte de predicción confirman el perfil cíclico descrito anteriormente¹. A partir de 2008, y coincidiendo con tasas de crecimiento inferiores a la potencial, se iniciaría una

¹ El presente Informe incluye estimaciones de PIB potencial y output gap, elementos básicos para valorar la posición cíclica de la economía española. Dichas estimaciones se han obtenido aplicando la metodología de la función de producción utilizada por la Comisión Europea y acordada en el seno del Grupo de Trabajo del Output Gap, si bien se han incorporado ciertos cambios, metodológicos y estadísticos, con el fin de mejorar la precisión y consistencia de las estimaciones.

El método de la función de producción, basado en un enfoque teórico, permite evaluar la contribución de los diversos factores productivos al crecimiento potencial. No obstante, es preciso resaltar el elevado grado de incertidumbre al que están sometidas las estimaciones, debido, principalmente, al amplio flujo de información requerida.

Con el fin de contrastar la robustez de los resultados que arroja la metodología de la función de producción, en el presente Informe se incluyen, asimismo, estimaciones del crecimiento del PIB tendencial obtenidas mediante la aplicación del filtro Hodrick-Prescott. Se trata de estimaciones puramente estadísticas que suavizan la evolución del PIB real observado.

tendencia contractiva del output gap, que entraría en terreno negativo en 2009 y alcanzaría su mínimo entre 2009 y 2010. A partir de este momento, en correspondencia con la consolidación de la recuperación, comenzaría a reducirse la brecha entre la producción efectiva y la potencial prevista.

De cualquier modo, parece claro que según los dos métodos utilizados para estimar el crecimiento potencial (filtro de Hodrick-Prescott y función de producción), el producto potencial de la economía española se mantendrá en el entorno del 3%. De acuerdo con ello, para 2011 se pueden mantener los umbrales de crecimiento máximo y mínimo, a los efectos previstos en el Artículo 7 del Texto Refundido de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria, en el 3 y 2%, respectivamente.

Atendiendo a las contribuciones a este crecimiento potencial dentro del horizonte de predicción, mejoraría la de la productividad total de los factores (llegando a una tasa de crecimiento de 0,4%, el doble de la registrada a comienzos de la década), tendería a estabilizarse la del capital y se reduciría suavemente la del trabajo, debido a la ralentización que se espera se opere en la creación de empleo a lo largo de estos años –especialmente durante 2008-09-.

Finalmente, habría que tener presente la notable incertidumbre que pesa sobre el actual entorno económico, especialmente en lo relativo a factores clave como la intensidad y la duración de la desaceleración del crecimiento mundial y de nuestros principales socios comerciales, así como acerca del grado de persistencia en las elevadas tasas de crecimiento de los precios de los alimentos y las materias primas y sobre la profundidad que revestirá el ajuste en el mercado español de la vivienda. Una buena prueba de las dificultades que esta incertidumbre genera en los ejercicios de predicción es la considerable heterogeneidad que muestran las proyecciones elaboradas por los diferentes organismos y entidades, públicos y privados, a resultas de la diferente ponderación que éstos adjudican a los distintos riesgos existentes.

3. ANEXO

Cuadro 1. HIPÓTESIS EXTERNAS

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS						
Tipos de interés a corto plazo	3,1	4,3	4,5	3,6	3,8	4
Tipos de interés a largo plazo	3,8	4,3	4,2	4,3	4,4	4,4
Tipo de cambio dólar/euro	1,26	1,37	1,54	1,56	1,56	1,56
ENTORNO INTERNACIONAL						
PIB mundial	5,0	4,9	3,7	3,8	4,8	4,9
Comercio mundial de bienes y servicios	9,2	6,8	5,6	5,8	7,3	7,3
Mercados de exportación españoles	9,6	6,7	4,9	4,8	6,8	6,9
Precio del petróleo Brent (en \$)	65,2	72,5	98,0	98,0	98,0	98,0

FUENTE: FMI, Banco de España y Ministerio de Economía y Hacienda

Cuadro 2. PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS 2004-2007
% variaciones anual, en volumen

	2004	2005	2006	2007
1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO	3,3	3,6	3,9	3,8
2. Gasto en consumo final nacional privado (a)	4,2	4,2	3,8	3,2
3. Gasto en consumo final de las AA.PP.	6,3	5,5	4,8	5,1
4. Formación bruta de capital fijo	5,1	6,9	6,8	5,9
5. Variación de existencias (% del PIB)	0,2	0,1	0,2	0,2
6. Exportación de bienes y servicios	4,2	2,6	5,1	5,3
7. Importación de bienes y servicios	9,6	7,7	8,3	6,6
8. DEMANDA NACIONAL (b)	4,9	5,2	5,1	4,6
9. DEMANDA EXTERNA NETA (b)	-1,7	-1,6	-1,2	-0,7
PRO MEMORIA				
Cap.(+) / Nec.(-) financiación de la nación (%PIB)	-4,8	-6,5	-8,1	-9,5
Cap.(+) / Nec.(-) financiación de las AAPP (%PIB) (c)	-0,3	1,0	1,8	2,2
Ingresos	38,5	39,4	40,4	41,0
Gastos	38,9	38,5	38,6	38,7
Deuda bruta de las AAPP	46,2	43,0	39,7	36,2
Deflactor del PIB	4,0	4,2	4,0	3,1
Deflactor del gasto en consumo final de los hogares	3,6	3,4	3,4	2,8
Empleo total (puestos de trabajo equivalente)	2,7	3,2	3,2	3,0
Coste Laboral Unitario (CLU)	2,4	2,5	2,3	2,7

(a) Incluye a los hogares y a las ISFLSH (Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares)

(b) Aportación al crecimiento del PIB

(c) Definición acorde con el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)

FUENTE: Datos de la Contabilidad Nacional (INE)

Cuadro 3. ESCENARIO MACROECONÓMICO 2008-2011
% variaciones anual, en volumen

	2008	2009	2010	2011
1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO	2,3	2,3	2,8	3,1
2. Gasto en consumo final nacional privado (a)	2,2	2,2	2,3	2,4
3. Gasto en consumo final de las AA.PP.	4,8	3,8	3,6	3,4
4. Formación bruta de capital fijo	1,5	1,5	3,1	4,0
5. Variación de existencias (% del PIB)	0,2	0,2	0,2	0,2
6. Exportación de bienes y servicios	4,0	3,9	5,6	5,9
7. Importación de bienes y servicios	4,1	3,7	4,7	5,0
8. DEMANDA NACIONAL (b)	2,6	2,4	2,9	3,2
9. DEMANDA EXTERNA NETA (b)	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
PRO MEMORIA				
Cap.(+) / Nec.(-) financiación de la nación (%PIB)	-9,6	-9,8	-9,2	-9,1
Deflactor del PIB	3,1	2,6	2,8	2,8
Deflactor del gasto en consumo final de los hogares	3,8	2,5	2,6	2,8
Empleo total (puestos de trabajo equivalente)	1,2	1,1	1,6	1,8
Coste Laboral Unitario (CLU)	3,4	2,5	2,3	2,3

(a) Incluye a los hogares y a las ISFLSH (Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares)

(b) Aportación al crecimiento del PIB

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda

Cuadro 4. COMPARACIÓN DE ESCENARIOS MACROECONÓMICOS 2008-2009
% variaciones anual, en volumen

	COMISIÓN EUROPEA Previsiones otoño 2007 (*)		FMI Previsiones primavera 2008		BANCO DE ESPAÑA		PE 2007-2010 (**)	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO	3,0	2,3	1,8	1,7	2,4	2,1	3,1	3,0
2. Gasto en consumo final nacional privado (a)	2,7	2,4	2,0	2,2	2,3	1,9	2,8	2,7
3. Gasto en consumo final de las AA.PP.	5,0	4,9	5,7	4,9	4,8	4,4	5,2	4,6
4. Formación bruta de capital fijo	3,0	0,6	-1,1	-1,8	1,5	0,4	3,1	2,7
5. Variación de existencias (% del PIB)							0,2	0,2
6. Exportación de bienes y servicios	4,7	4,6	3,9	4,0	4,0	4,5	5,4	5,4
7. Importación de bienes y servicios	5,2	4,2	3,0	3,1	4,1	3,4	5,5	5,2
8. DEMANDA NACIONAL (b)	3,4	2,5	1,8	1,7	2,7	2,0	3,5	3,3
9. DEMANDA EXTERNA NETA (b)	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,4	-0,3
PRO MEMORIA								
Cap.(+) / Nec.(-) financiación de la nación (%PIB)	-9,1	-9,3	-10,5	-10,3	-10,0	-10,0	-8,9	-8,8
Deflactor del PIB	3,1	2,9	3,2	2,9	3,1	2,2	3,4	3,1
Deflactor del gasto en consumo final de los hogares	3,0	2,8			3,6	2,3	3,3	2,7
Empleo total (puestos de trabajo equivalente)	2,1	1,7	1,1	0,9	1,5	1,1	2,2	2,0
Coste Laboral Unitario	2,1	2,2	4,2	3,2	3,4	2,5	3,1	2,5

(a) Incluye a los hogares y a las ISFLSH (Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares)

(b) Aportación al crecimiento del PIB

(*) La previsión de crecimiento del PIB para España ha sido revisada tres décimas a la baja (2,7%) en el Interim Forecast de febrero de 2008

(**) Actualización del Programa de Estabilidad 2007-2010

FUENTE: Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional, Banco de España y Ministerio de Economía y Hacienda

Cuadro 5. PIB potencial y Output-gap

	MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA				BANCO DE ESPAÑA	
	Filtro HP (*)		Función de Producción (**)		Función de Producción	
	PIB tendencial (tasa %)	Output gap (% PIBten)	PIB potencial (tasa %)	Output gap (% PIBpot)	PIB potencial (tasa %)	Output gap (% PIBpot)
2004	3,5	0,1	3,7	-0,1	3,6	0,0
2005	3,4	0,3	3,4	0,2	3,5	0,1
2006	3,3	0,8	3,4	0,6	3,5	0,5
2007	3,2	1,4	3,3	1,1	3,6	0,7
2008	3,2	0,5	3,2	0,2	3,4	-0,4
2009	3,1	-0,3	3,0	-0,5	3,2	-1,5
2010	3,0	-0,5	2,9	-0,5		
2011	3,0	-0,4	2,8	-0,3		

(*) $\lambda = 100$

(**) NAIRU obtenida con Curva de Phillips

Periodo de la estimación: 1981-2014

FUENTE: Banco de España y Ministerio de Economía y Hacienda