

INFORME SOBRE POSICIÓN CÍCLICA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

ESPAÑA

2010

24 de mayo de 2010

1. INTRODUCCIÓN

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 proyectado para cada uno de los años contemplados en el horizonte temporal de fijación del objetivo de estabilidad. En cumplimiento de esta disposición, el Ministerio de Economía y Hacienda ha elaborado este informe, por cuarto año consecutivo. Durante los tres últimos años, la evaluación de la posición cíclica de la economía se ha convertido en un parámetro de referencia fundamental para el diseño de la política fiscal. De hecho, durante 2008 y 2009 la política fiscal ha jugado un papel clave para amortiguar el impacto de la recesión económica y apuntalar la confianza de los agentes, tanto permitiendo el funcionamiento pleno de los estabilizadores automáticos como adoptando medidas discrecionales en línea con las recomendaciones de la Comisión Europea y de otros organismos internacionales. Esto ha condicionado que las cuentas públicas hayan experimentado un notable deterioro, al elevarse la necesidad de financiación conjunta de las Administraciones Públicas hasta el 11,2% del PIB en 2009, cuando tan sólo dos años antes el presupuesto se cerraba con el tercer superávit consecutivo. La situación tan saneada de aquellos años permitió reducir significativamente el endeudamiento del sector público, pero el actual deterioro lo ha llevado a situarse rápidamente en el 53,2% del PIB a finales de 2009, no obstante aún 25 puntos menos que el promedio del área del euro (78,7%).

Por este motivo, de acuerdo con nuestras leyes de estabilidad presupuestaria y en cumplimiento con los compromisos adquiridos con el resto de socios comunitarios, en el presupuesto de 2010 ya se adoptaron importantes medidas de consolidación presupuestaria (aumento selectivo de impuestos, retirada de medidas discrecionales, recorte de gasto público, etc.). Sin embargo, las notables turbulencias existentes en los mercados financieros y el clima de incertidumbre existente sugieren que la mejor contribución que la política fiscal puede hacer a la economía en la actualidad radica en acelerar el proceso de consolidación presupuestaria, incluyendo la puesta en marcha de medidas de largo alcance que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas. Un aumento sostenido de las primas de riesgo que paga la economía española podría tener consecuencias muy adversas no sólo para las finanzas públicas, si no, sobre todo, para los hogares y las empresas, con lo que el consumo privado, la inversión y, consecuentemente, el empleo, se podrían resentir, aumentando la probabilidad de que el impacto de la crisis se alargue en el tiempo.

De esta forma, asumiendo que la situación de los mercados financieros internacionales se normaliza a corto plazo y que las primas de riesgo se estabilizan en niveles más reducidos, este informe permite concluir que España alcanzará su mínimo cíclico durante el año 2010, para ir cerrando paulatinamente su brecha de producción (o output gap) hasta 2014. Sin embargo, para que este escenario se haga realidad y la economía retorne a tasas de crecimiento más robustas, es necesario acelerar la retirada de los estímulos extraordinarios aplicados a la demanda agregada, así como las medidas de consolidación de las finanzas públicas anunciadas en el Programa de Estabilidad. Dicho proceso, en el que tienen que participar todos los niveles de las Administraciones Públicas detallando sus correspondientes Planes de Austeridad, tal como se acordó en el último Consejo de Política Fiscal y Financiera y en el seno de la Comisión Nacional de Administración Local, resulta, además, indispensable para dotar de mayor eficiencia a nuestro sector público y mantener el potencial estabilizador de la política fiscal, al tiempo que se preservan y fortalecen los mecanismos básicos de protección social. Además, es necesario continuar con las reformas estructurales que permitan a la economía española alcanzar el crecimiento previsto y salir reforzada de la crisis

2. ENTORNO ECONÓMICO Y PREVISIONES

2.1. Novedades recientes en el contexto internacional

Los últimos indicadores globales siguen apuntando una continuidad en el proceso de reactivación económica, después de haberse atenuado en los dos primeros meses del año. Los indicadores más actualizados como el índice PMI global compuesto de abril muestran importantes avances en la actividad, que ya comienza a trasladarse al empleo. Estos datos sugieren que el crecimiento de la economía mundial está ganando en solidez, liderado por el sector de manufacturas, y con los servicios renovando su dinamismo. No obstante, las turbulencias financieras se han dejado notar en los indicadores de opinión más recientes a ambos lados del Atlántico

En este contexto, el precio del **petróleo** Brent, en promedio mensual, se situó en 84,8 dólares/barril en el mes de abril, el nivel más alto desde octubre de 2008, aunque se ha reducido en las últimas semanas por debajo de los 70 dólares/barril, el menor nivel desde octubre de 2009. Por su parte, los precios de las materias primas industriales, según el índice expresado en dólares que elabora The Economist, subieron un 78,8% interanual en abril. Como consecuencia, la inflación en el conjunto de la OCDE volvió a repuntar en marzo, hasta situarse en el 2,1%, aunque la inflación subyacente permanece en niveles mínimos históricos, lo que resulta coherente con la todavía baja utilización de la capacidad productiva en los países desarrollados y la alta tasa de paro.

En el caso de nuestro principal socio comercial, la **zona euro**, el avance del PIB del primer trimestre de 2010 se situó en el 0,2% (tasa trimestral no anualizada), tras el estancamiento de finales del año previo. Aunque en el momento de escribir este informe no se dispone de información desagregada sobre la evolución de los principales componentes del PIB, se espera que el consumo privado se mantenga prácticamente estancado y la inversión en construcción retroceda, debido, en parte, al impacto de las adversas condiciones climatológicas. El avance de la inversión en equipo será modesto, dado el elevado nivel de capacidad sin utilizar y las estrictas condiciones para la concesión de préstamos. En definitiva, la demanda interna permanecerá débil y la actividad se verá impulsada, sobre todo, por la demanda externa. Entre los indicadores más recientes, los índices PMI provisionales de mayo sugieren una cierta atenuación del ritmo de expansión de la actividad, que venía siendo impulsada por el sector manufacturero --beneficiada por los nuevos pedidos de exportaciones, debido al aumento de la demanda exterior y a la mejora de competitividad por la debilidad del euro-, y, por el sector servicios, registrando ambos sectores el primer aumento del empleo desde junio de 2008. En abril, el índice de sentimiento económico, elaborado por la Comisión Europea, aumentó 2,7 puntos hasta situarse en 100,6 (media de largo plazo 100), impulsado por la mejora en el comercio al por menor, servicios, industria y consumidores, mientras que en la construcción se estabilizó, si bien el avance de la confianza de los consumidores en mayo mostró un retroceso. Además, las ventas minoristas de marzo se estabilizaron, tras dos descensos consecutivos, y la tasa de paro se mantuvo en el 10%.

Por su parte, el PIB de **Estados Unidos** creció un 3,2% (tasa intertrimestral anualizada) en el primer trimestre de 2010, tras haber registrado un avance del 5,6% en el trimestre precedente. Esta moderación se debió a la desaceleración de las exportaciones y de la variación de existencias, al cambio de signo, a negativo, de la inversión fija residencial y al retroceso del gasto público. En cambio, el gasto en consumo privado se fortaleció y se ralentizaron las importaciones. En los meses más recientes ha predominado el tono favorable en los indicadores de opinión y de actividad.

En los últimos meses, **las economías emergentes y los países en desarrollo** han reflejado una evolución más favorable de lo se preveía, lo que ha llevado al FMI a revisar en dos décimas al alza la previsión de crecimiento para el conjunto del área en 2011, hasta el 6,5%, cifra que supera en 4,1 puntos porcentuales el crecimiento de los países desarrollados. Este dinamismo se concentra, principalmente, en el continente asiático, Latinoamérica y los países exportadores de materias primas. Así, en el primer trimestre de 2010, la economía china creció un 11,9% en términos interanuales, el ritmo más elevado desde finales de 2007, tras el avance del 10,7% en el período previo. India, que ha sorteado la crisis internacional sin incurrir en caídas de la actividad, continúa expandiéndose si bien a un ritmo más moderado. En Brasil y Argentina la producción supera ya los niveles previos a la crisis. Rusia, que acusó un abrupto descenso del 9% (tasa intertrimestral no anualizada) a principios de 2009, salió de la recesión dos trimestres más tarde.

2.2. Evolución reciente de la economía española

La economía española, después de haber registrado retrocesos muy significativos en la primera mitad de 2009, moderó significativamente su ritmo de deterioro en la segunda mitad y comenzó a crecer en el primer trimestre de 2010. Este comportamiento vino determinado, entre otros factores, por un entorno exterior más favorable, las menores tensiones financieras, el efecto de las medidas de política económica implementadas por el Gobierno y el Banco Central Europeo y la paulatina mejora de la confianza. A pesar de todo, el PIB cerró el año 2009 con una tasa media anual del -3,6%, fruto del debilitamiento de la demanda nacional, que detrajo 6,4 puntos porcentuales a la variación anual del PIB y no pudo ser compensada por la aportación positiva de la demanda externa neta (2,8 puntos porcentuales).

Entre los componentes de la demanda nacional cabe destacar la marcada reducción del consumo privado y de la inversión productiva en el primer semestre de 2009, si bien a partir del tercer trimestre ambos agregados iniciaron una trayectoria de progresiva recuperación. De hecho, el consumo privado ya registró un cierto avance en el cuarto trimestre (0,3% intertrimestral), que se acentuó en los tres primeros meses de 2010 (0,5%). Estas mejoras responden a la favorable evolución de algunos de sus principales determinantes –mayor confianza, menores tipos de interés y aumento de las cotizaciones bursátiles– junto con algunos elementos transitorios, como las ayudas a las compras de automóviles incluidas en el Plan 2000E. También la inversión productiva mostró signos de menor debilidad en los dos últimos trimestres de 2009, especialmente en el caso de la inversión en bienes de equipo, que registró aumentos intertrimestrales del 1,8%, en el tercer trimestre, y del 3,1%, en el cuarto. Factores como la mejora relativa de las expectativas empresariales por la incipiente recuperación de la demanda, tanto nacional como, sobre todo, externa, así como la evolución de las cotizaciones de las acciones, el entorno de reducidos tipos de interés y el menor endurecimiento de las condiciones crediticias, favorecerán la consolidación de la inversión privada en el futuro. Aunque la inversión en bienes de equipo flexionó de nuevo a la baja en el primer trimestre de 2010, retrocediendo el 1,2% en tasa intertrimestral, los últimos indicadores coyunturales publicados proporcionan señales alentadoras. En concreto, la utilización de la capacidad productiva aumentó de nuevo en abril hasta situarse en el 70,9%; asimismo, la cartera de pedidos de bienes de equipo se incrementó en los cuatro primeros meses del año (casi cuatro puntos respecto al último trimestre de 2009).

Por su parte, la inversión en construcción se contrajo de forma acusada en el transcurso de 2009, cerrando el conjunto del año con una caída media anual del 11,2%. Dicha evolución se acentuó en el primer trimestre de 2010 debido, en gran medida, al mayor ajuste del segmento residencial, que cuenta con un elevado stock de viviendas sin vender. Sin embargo, en los primeros meses de este año las transacciones inmobiliarias empezaron a

aumentar impulsadas por la bajada en los precios de la vivienda, el entorno de reducidos tipos de interés y la ligera relajación de las condiciones crediticias, la mejora de la confianza y las modificaciones fiscales previstas para mediados de 2010 y principios de 2011. Por su parte, la inversión en otras construcciones también presentó un comportamiento más contractivo en los primeros meses del año, debido a la retirada de parte de las medidas discrecionales implementadas por el Gobierno el año precedente para amortiguar el impacto de la crisis (Fondo Estatal de Inversión Local).

El intenso proceso de ajuste que ha venido registrando la economía española continúa reflejándose todavía en el mercado laboral. De hecho, las afiliaciones a la Seguridad Social retrocedieron ligeramente en abril cuando se corrigen los factores estacionales, aunque la estabilización parece ya muy cercana. De acuerdo con los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), en el primer trimestre de 2010 el empleo redujo su ritmo de caída interanual al 3,6%. En relación al trimestre anterior, el empleo corregido de factores estacionales registró una caída del 0,7%; no obstante, en los sectores de servicios y agricultura ya se detectó un aumento de la ocupación. Si a ello se añade una evolución de la población activa más expansiva de lo esperado, se obtiene una tasa de paro del 20%, que corregida de factores estacionales quedaría en el 19,5%. En este contexto, el crecimiento salarial se redujo ligeramente en los primeros meses del año; los nuevos convenios, todavía muy escasos, están firmando incrementos salariales del 1%, el límite superior acordado por los agentes sociales en el reciente acuerdo para la moderación salarial. De esta forma, el crecimiento de los costes laborales unitarios se mantiene contenido, lo que unido a la reducida presión de la demanda se traduce en una inflación subyacente en el entorno del 0,1%. Sin embargo, el repunte de los precios del petróleo y de otras materias primas está haciendo que la inflación global sea mayor, aunque inferior al límite que establece el Banco Central Europeo como estabilidad de precios.

2.3. El escenario macroeconómico 2009-2013. Comparación con el Programa de Estabilidad 2009-2013.

Considerando las previsiones de la Comisión Europea y del FMI, y teniendo en cuenta 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 correspondientes al primer trimestre de 2009, se presenta un escenario central sobre la evolución cíclica de la economía española, a partir de los parámetros de referencia que se mencionan en el Artículo 8.2 de la Ley. Estas previsiones aparecen en el cuadro 2 del Anexo.

La evolución de la actividad que implica este ejercicio de previsión supone un retroceso del PIB del 0,3% en 2010, para alcanzar tasas positivas a partir de 2011, del 1,3%, 2,5% y 2,7%, en cada año, respectivamente. La contribución de la demanda nacional al crecimiento irá mejorando paulatinamente, pasando de -1,4 pp. en 2010 (casi 5 pp. más alta que en 2009) a 2,4 pp. en 2013. En cuanto a la demanda externa, su contribución positiva se reducirá gradualmente desde 1,1 pp. a 0,3 pp. al final del horizonte de proyección. Este comportamiento contrasta con la contribución negativa registrada antes del inicio de la crisis y es debido al reequilibrio permanente del patrón de crecimiento de la economía española desde el sector de la construcción a otras actividades o bien menos intensivas globalmente en consumos intermedios importados o con mayor propensión exportadora. La corrección de este desequilibrio, de importancia capital, se pone también de manifiesto en el recorte de nuestra necesidad de financiación externa, que continuará disminuyendo hasta alcanzar un 2,5% del PIB en 2013.

En el año 2010 el consumo privado crecerá un 0,3%, como consecuencia de la mejora de la confianza, el entorno de bajos tipos de interés, la reducción de la deuda y el mejor comportamiento del empleo. En línea con el consumo y las exportaciones, se proyecta que la inversión en equipo se expanda suavemente, apoyada por las mejores expectativas. En cambio, la formación bruta de capital fijo en vivienda continuará mostrando un fuerte retroceso, en línea con las iniciaciones de viviendas de los últimos meses. Las exportaciones de bienes y servicios, por su parte, avanzarán a una tasa superior a 7%, impulsadas por el dinamismo del comercio internacional y del crecimiento de nuestros mercados de exportación. Finalmente, La tasa de paro media será 1,4 pp. más alta que en 2008, a pesar de que la población activa permanecerá prácticamente estabilizada.

A partir de 2010 el perfil de recuperación ganará fortaleza, aunque será amortiguado por el impacto de las medidas de consolidación fiscal. De esta forma, aunque el consumo privado prolongará su senda expansiva, una tasa de paro más elevada, junto con un menor avance de la renta disponible y mayores tipos de interés la harán menos acusada, generando tasas de ahorro muy superiores a la media de la última década incluso al final del horizonte de previsión. El consumo público y la inversión pública (incluida sobre todo en construcción) reflejarán el impacto de las medidas de austeridad fiscales. Por su parte, la inversión en equipo se irá fortaleciendo progresivamente según se recupera la demanda y continúa mejorando la confianza. La inversión en vivienda discurrirá paralela a la finalización del ajuste en el sector residencial, mostrando tasas positivas a partir de 2012. Las exportaciones de bienes y servicios, por su parte, continuarán robustas durante todos los años fruto de avance de los mercados internacionales y de las ganancias de competitividad que se proyectan para nuestra economía. De esta forma, se irá generando progresivamente más empleo, con lo que la tasa de paro se reducirá desde su máximo de 19,4% 2010 a un 16,2% en 2013.

La revisión de estas previsiones respecto a las contempladas en el Programa de Estabilidad es consecuencia de múltiples factores. Comenzando por los supuestos externos, como puede apreciarse en el cuadro 1 del Anexo, el crecimiento de los mercados de exportación españoles ha sido revisado al alza a lo largo de todo el horizonte de previsión, en línea con la actualización efectuada del comercio y el crecimiento mundiales por el FMI y otros organismos internacionales. Por su parte, el precio del petróleo se ha mantenido bastante estable en dólares, pero se proyecta a un tipo de cambio más depreciado para el euro. En cuanto a la política monetaria, los tipos de interés a corto y largo plazo han aumentado todos los años.

Además, se han tenido en cuenta las desviaciones respecto a las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral del cuarto trimestre de 2009 y primer trimestre de 2010, así como la EPA correspondiente a este último periodo. En el caso del PIB, los datos observados han coincidido con las proyecciones del Programa de Estabilidad, pero conviene introducir algunas modificaciones en la composición del crecimiento. En concreto, habría que revisar al alza en 2010 el consumo privado, la inversión en equipo, las exportaciones, las importaciones y la tasa de paro y a la baja la construcción, principalmente. Finalmente, el plan de recorte del gasto público aprobado recientemente por el Gobierno implica una revisión a la baja del consumo público y su deflactor, la inversión pública, las prestaciones sociales y las transferencias corrientes tanto en 2010 como, sobre todo, en 2011.

De esta forma, el crecimiento ha sido revisado a la baja para el año 2011, concretamente en 0,5 puntos porcentuales (pp.) con respecto a la Actualización del Programa de Estabilidad. Pasando a los componentes de la demanda doméstica, el consumo privado se ha modificado al alza en 2010, en línea con los indicadores coyunturales, y a la baja en los tres años posteriores, como consecuencia, en 2011, de las medidas de recorte del gasto público,

la revisión a la baja del empleo y al alza de la tasa de paro; entre 2011 y 2013, los tipos de interés más elevados y la mayor tasa de paro implicarían una mayor tasa de ahorro que la contemplada en el Programa de Estabilidad. La inversión en equipo y otros productos disminuirá algo menos en 2010 (en línea con los indicadores coyunturales) y crecerá menos de lo previsto en el Programa de Estabilidad en los años posteriores, ante los mayores tipos de interés y el menor avance de la actividad. Estos elementos se ven parcialmente contrarrestados por la revisión al alza de las exportaciones (sectores más intensivos en capital) y la mejora de la confianza (asociada a la consolidación fiscal). La inversión en construcción será más baja este año y el próximo, debido a los recortes anunciados de inversión pública.

En el sector exterior, las exportaciones se revisan al alza en todo el horizonte aunque cada vez con menor intensidad, reflejando una mayor corrección del crecimiento de los mercados españoles durante los primeros años y unas ganancias de competitividad que se moderan paulatinamente. En línea con la demanda final resultante, las importaciones también son ajustadas, logrando, junto con las exportaciones, una corrección más intensa del saldo exterior.

Los salarios nominales se orientarán algo más a la baja en 2010 en 2011, por el descenso de los del sector público, y el impacto del mayor desempleo. Por lo que respecta al deflactor del PIB, aunque la depreciación del euro supone una presión al alza, los menores salarios y una brecha de producción que se cierra más lentamente más que compensan los anteriores elementos, haciendo que el resultado final sea una revisión a la baja. Por último, ante la necesaria modificación a la baja del empleo y al alza de la población activa (como ya se observó en la EPA del primer trimestre), la tasa de paro es más elevada que en el Programa de Estabilidad.

2.4. Evaluación de la posición cíclica de la economía española.

A partir del anterior cuadro macroeconómico, se evalúa mediante el método de función de producción el output potencial y la brecha de producción de la economía española, que es uno de los indicadores clave para su posición cíclica. La metodología aplicada se corresponde básicamente con la propuesta por la Comisión Europea para la elaboración de los Programas de Estabilidad, excepto en lo que respecta al cálculo de la NAIRU y al suavizado de la población en edad de trabajar, con el fin de corregir el impacto de los flujos migratorios asociados a las oscilaciones cíclicas de la actividad.

Los resultados obtenidos aparecen en la tabla 4 del Anexo. Como se puede apreciar, el crecimiento potencial de la economía española experimentará una moderación en estos años de recesión. De esta forma, partiendo de niveles ligeramente inferiores al 3% en 2001, alcanzará un suelo del 0,5% durante 2010. Posteriormente, volvería a aumentar hasta situarse en el entorno del 2% a mediados de la década. Este comportamiento es consecuencia tanto de elementos estructurales como de factores asociados a la crisis. Así, la población en edad de trabajar se ralentizará significativamente como consecuencia de las nuevas proyecciones de flujos de inmigración. A su vez, el proceso de incorporación de la mujer al mercado de trabajo reduce su dinamismo según se va agotando el efecto de la incorporación de nuevas generaciones a la población en edad de trabajar. Más relacionado con la crisis actual, la tasa de paro de equilibrio alcanzará su máximo en 2010 y la tasa de inversión será más reducida para adecuarse a unos tipos de interés más elevados que en el periodo inmediatamente anterior a la crisis. Finalmente, la productividad total de los factores se acelerará progresivamente en parte debido a la pérdida de relevancia del sector de la construcción y también a la implementación de las diversas medidas de reforma estructural

contenidas en la Transposición de la Directiva de Servicios, la Estrategia de Economía Sostenible y los acuerdos alcanzados entre las fuerzas políticas.

Como consecuencia, el output gap alcanzaría un mínimo en 2010, para después ir disminuyendo progresivamente hasta casi ser absorbido en 2013, gracias a un crecimiento del PIB superior al potencial en todos estos años. Sin embargo, como en todo este horizonte el output gap se mantendrá en valores negativos, contribuirá a que las presiones inflacionistas asociadas a la demanda interna sean moderadas, dada la existencia de recursos infrautilizados.

Al aplicar el filtro de Hodrick-Prescott al PIB para contrastar los resultados anteriores, se obtienen unas conclusiones similares. El valor más negativo del output gap se alcanzaría en 2011, como ocurre con la metodología del Banco de España, aunque en valor absoluto es menor que con el método de función de producción. Dicha brecha se va cerrando a lo largo del horizonte de proyección, aunque se retrasaría algo más la total absorción. Esto se debe a que el crecimiento potencial que proporciona este filtro es más elevado que el estimado con el método de la función de producción. Hay que señalar, no obstante, que estos resultados están sujetos a un importante grado de incertidumbre. Las crisis de origen financiero siempre incorporan un elevado riesgo de generar efectos persistentes sobre el crecimiento potencial, debido a la reevaluación al alza del riesgo crediticio por períodos prolongados, reasignaciones de recursos entre sectores, etc. Estos elementos que sí están recogidos, al menos en parte, en el método de la función de producción, sólo serán incorporados con este último filtro con el paso del tiempo.

Buena parte de la literatura teórica y empírica coincide, sin embargo, en que la reacción de la política económica ante las crisis financieras es esencial a la hora de limitar su grado de persistencia sobre el crecimiento potencial. Es por ello que una de las prioridades de política del Gobierno está siendo la introducción de medidas de fomento de la competencia, la productividad y el crecimiento a medio plazo. En cualquier caso, el comportamiento reciente de los mercados financieros sugiere que uno de los elementos más importantes de esta estrategia debe ser la consolidación presupuestaria tanto a corto como a medio y largo plazo, para generar la confianza necesaria entre los agentes que eviten daños permanentes en la actividad económica.

3. PRINCIPALES FUERZAS DE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

3.1. Las exportaciones como elemento dinamizador del crecimiento

A finales de 2008, el comercio mundial experimentó un retroceso sin precedentes como consecuencia de la crisis financiera internacional, retornando los flujos comerciales a niveles de 2006. Sin embargo, a mediados de 2009 inició un proceso de recuperación, expandiéndose en los últimos tres meses a un ritmo mayor de lo esperado, impulsado principalmente por las importaciones de los países emergentes, y, en particular, de Asia y Latinoamérica. Además, los nuevos pedidos de exportación globales crecieron en abril a la mayor tasa en la historia de la serie, lo que permite augurar que esta tendencia continuará afianzándose a lo largo de los próximos meses.

No resulta sorprendente, por tanto, que durante los últimos meses los organismos internacionales hayan ido revisando al alza sus previsiones de comercio mundial, invirtiendo la tónica bajista que había predominado hasta entonces. En efecto, la Comisión Europea preveía en octubre un crecimiento del comercio mundial de bienes y servicios del 3,4% en 2010 y del 4,7% en 2011, siendo estas hipótesis las que se emplearon en la elaboración del Programa de Estabilidad 2009-2013, tal como establece el Código de Conducta de la

Comisión Europea. Por su parte, en enero el FMI revisó al alza las estimaciones de comercio mundial, hasta el 5,8% y 6,3% en 2010 y 2011. Tres meses después, este mismo organismo volvió a elevar la previsión de comercio mundial, augurando ahora un aumento del 7,1% en 2010, que se moderará hasta el 6% en 2011. El cuadro 1 del Anexo describe los principales supuestos externos utilizados en la estimación del cuadro macroeconómico, que reflejan las comentadas revisiones al alza.



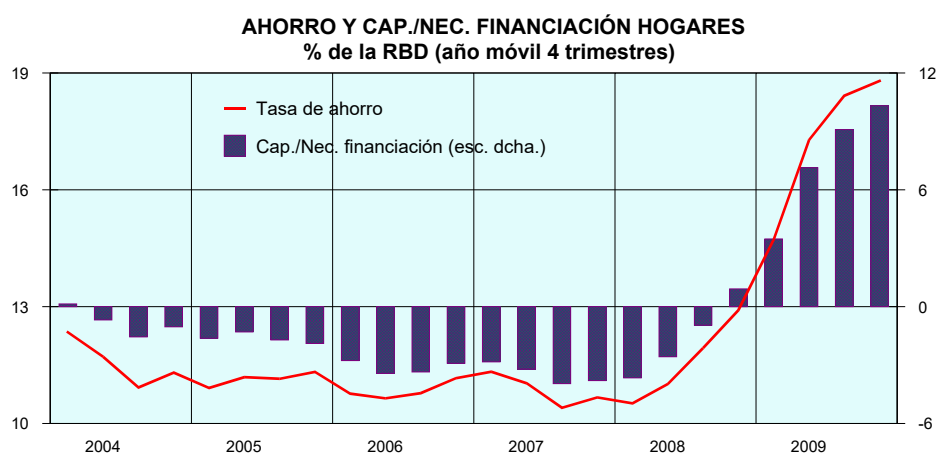
Centrando la atención en el caso de España, desde mediados de 2009, las exportaciones de bienes y servicios españolas han mostrado un comportamiento favorable, aprovechando la fuerte recuperación del comercio mundial y las ganancias de competitividad asociadas al diferencial de inflación favorable a España de los últimos trimestres y la depreciación del euro. En concreto, en el primer trimestre de 2010, las exportaciones de bienes crecieron un 13% en volumen según la Contabilidad Nacional, la segunda tasa positiva interanual. En abril, los pedidos de exportaciones volvieron a registrar un avance significativo siguiendo la tónica de los últimos tres meses. De esta forma, se espera que las exportaciones alcancen un crecimiento en torno al 7% en el conjunto de 2010. Al año siguiente, se ralentizarán ligeramente, en línea con los mercados, para luego acelerarse de nuevo hasta el final del horizonte de la previsión. La mejora de la competitividad contribuirá positivamente al crecimiento de las exportaciones durante todo el período de la estimación, aunque su aportación irá disminuyendo progresivamente.

3.2. La corrección del endeudamiento de la economía española.

Como consecuencia del prolongado e intenso esfuerzo inversor que realizó la economía española durante la última década, los agentes privados (hogares y sociedades) llegaron a acumular, hasta el comienzo de la crisis actual, importantes volúmenes de deuda, que suponían una elevada carga de intereses, lastrando, con ello, sus posibilidades de gasto. En términos consolidados, aún a pesar de la capacidad de financiación alcanzada por las AAPP desde 2005 y de que la tasa de ahorro agregada de la economía se mantuvo en niveles superiores al 20%, este comportamiento se reflejó en una senda creciente de la apelación a los mercados financieros internacionales --con el consiguiente deterioro de nuestra posición de inversión internacional--, que culminaron en una necesidad de financiación, es decir en una diferencia entre la tasa de inversión y de ahorro, del 9,6% del PIB en 2007.

Aunque el proceso de desapalancamiento de los agentes privados se inició ya hace un par de años, el afianzamiento de la recuperación económica requiere una reducción más intensa, tanto para consolidar la confianza de los inversores internacionales en la economía española como para reducir el servicio de la deuda y liberar recursos para actividades más

productivas. En este sentido, el cuadro macroeconómico que acompaña este informe es compatible con que los agentes privados generen durante todos los años del horizonte de previsión una capacidad de financiación conjunta positiva, que oscilará entre cerca de un 5,3% del PIB en 2010 y un 0,5% en 2013, como consecuencia, primero, de que la abultada tasa de ahorro privada generada en la recesión se va reduciendo según mejora la confianza de los agentes y, segundo, de que la tasa de inversión privada (excluida la residencial) va recuperando paulatinamente los niveles de equilibrio a largo plazo. De esta forma, los agentes podrán ir incrementando gradualmente su gasto (tanto en consumo como en inversión productiva) a medida que vayan amortizando su deuda. Teniendo en cuenta, además, el esfuerzo de consolidación presupuestaria que van a realizar las Administraciones Públicas, la necesidad de financiación externa de la economía española podría reducirse hasta un 2,5% del PIB en 2013, que sería suficiente para ir reduciendo progresivamente el endeudamiento exterior en porcentaje sobre el PIB.



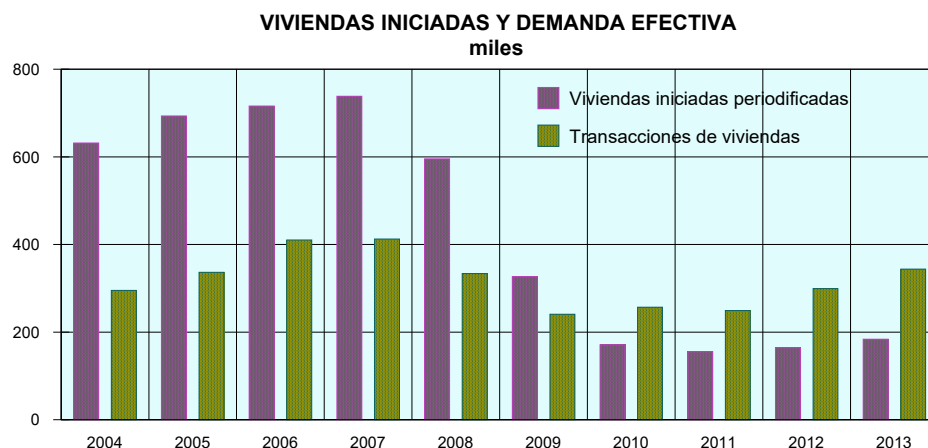
Dentro de este proceso cobrará una especial relevancia la capacidad de financiación de los hogares, que partirá de cerca de un 8% del PIB en 2010 y en 2013 todavía alcanzará aproximadamente un 5%. Esta elevada capacidad de financiación, consecuencia de la necesaria pérdida de peso de la inversión en vivienda y del aumento de la tasa de ahorro, permitirá reducir de forma significativa su ratio de endeudamiento y aumentar sus activos financieros, con unos crecimientos del consumo privado moderados.

3.3. Ajuste del sector de la construcción residencial

La inversión residencial, aunque ya habría dejado atrás la fase más severa del ajuste, se prevé que continúe inmersa en el proceso de redimensionamiento en los próximos años, limitada por el elevado stock de viviendas nuevas sin vender (entre 650 mil y 700 mil a finales de 2009). De hecho, se estiman unos recortes medios anuales de la inversión en vivienda del 20,5% en 2010 y del 5,7% en 2011.

No obstante, la mejora observada en los últimos meses en la accesibilidad de las familias a la compra de viviendas, la recuperación de la confianza, la ligera suavización de las condiciones de acceso al crédito y las medidas fiscales implementadas por el Gobierno, parecen estar impulsando la demanda inmobiliaria, a juzgar por la evolución del número de compraventas de viviendas nuevas que, tras el mínimo alcanzado en abril del pasado año (alrededor de 15.500), aumentó paulatinamente hasta situarse en un nivel próximo a 20.000 unidades en promedio en los tres primeros meses de 2010. De mantenerse esta tendencia y teniendo en cuenta el calendario previsto para la finalización de las viviendas iniciadas en los dos últimos años, durante 2010 se iniciaría el proceso de absorción del stock de

viviendas sin vender. Aún así, dicho stock permanecería por encima de las 550.000 unidades a finales de año, por lo que la iniciación de viviendas aumentaría solo tímidamente a partir de 2011.



De acuerdo con nuestras proyecciones, a partir de 2012 el número de viviendas iniciadas crecerá algo más, retomando gradualmente la inversión residencial una senda alcista hasta anotar ritmos de crecimientos más significativos en 2013 (alrededor del 6%). En este último año de previsión, la mayor parte del stock de viviendas sin vender ya habría sido absorbido y el peso de la inversión residencial sobre el PIB sería ligeramente inferior al nivel compatible con las proyecciones demográficas, con la evolución prevista para los tipos de interés y con la eliminación parcial de los incentivos fiscales a la adquisición de viviendas.

ANEXO

Cuadro 1. SUPUESTOS INTERNACIONALES

	2008	2009	2010(F)	2011(F)	2012(F)	2013(F)
Tipos de interés						
Tipos de interés a corto plazo	4,6	1,2	2,1	2,7	3,0	3,8
Tipos de interés a largo plazo	4,3	3,2	4,4	4,8	5,1	5,5
Tipos de cambio						
Dólares por euro	1,47	1,39	1,30	1,26	1,26	1,26
PIB y comercio mundial						
Crecimiento del PIB mundial	3,0	-0,6	4,2	4,3	4,5	4,5
Crecimiento del comercio mundial bienes y servicios	2,8	-10,7	7,0	6,1	6,5	6,7
Crecimiento de los mercados exteriores españoles	1,9	-11,9	6,2	5,3	5,8	6,0
Precios de materias primas						
Precio del petróleo (Brent, dólares/barril)	97,2	61,5	76,6	78,9	78,9	78,9

(F) Previsión

Fuente: FMI (WEO abril 2010) y Ministerio de Economía y Hacienda

Cuadro 2. ESCENARIO MACROECONÓMICO 2010-2013

	2009	Previsiones			
		2010	2011	2012	2013
PIB por componentes de demanda (% variación real)					
Gasto en consumo final nacional	-2.7	0.4	0.9	1.6	1.6
- Gasto en consumo final nacional privado (a)	-4.9	0.3	1.8	2.3	2.4
- Gasto en consumo final de las AA.PP.	3.8	0.8	-1.6	-0.5	-0.9
Formación bruta de capital	-15.0	-7.1	-1.3	3.9	5.3
- Formación bruta de capital fijo	-15.3	-7.2	-1.3	4.0	5.4
- Bienes de equipo y otros productos	-20.7	-2.6	2.2	5.5	6.6
- Construcción	-11.2	-10.5	-3.9	2.8	4.4
- Variación de existencias (contribución en p.p.)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Demanda Nacional	-6.1	-1.4	0.4	2.1	2.4
Demanda Nacional (contribución al crecimiento del PIB)	-6.4	-1.4	0.4	2.1	2.4
Demanda final	-7.1	0.2	1.6	3.3	3.6
Exportación de bienes y servicios	-11.5	7.3	6.4	7.6	7.7
Importación de bienes y servicios	-17.9	2.3	3.0	6.0	6.6
Saldo exterior (contribución al crecimiento del PIB)	2.8	1.1	0.9	0.4	0.3
PIB	-3.6	-0.3	1.3	2.5	2.7
PIB a precios corrientes: miles de millones de euros	1,051.2	1,051.8	1,079.0	1,127.6	1,181.9
PIB a precios corrientes: % variación	-3.4	0.1	2.6	4.5	4.8
PRECIOS (% variación)					
Deflactor del PIB	0.2	0.3	1.3	1.9	2.0
Deflactor del gasto en consumo final privado	-0.6	1.7	1.8	1.9	1.9
Relación Real de Intercambio (bienes y servicios)	4.2	-1.5	0.6	0.6	0.5
COSTES LABORALES Y EMPLEO (% variación)					
Remuneración (coste laboral) por asalariado	3.7	0.6	0.5	1.9	2.0
Remuneración (coste laboral) total	-3.1	-1.4	0.9	3.7	4.0
Empleo total (b)	-6.7	-2.0	0.3	1.7	1.8
Empleo asalariado (b)	-6.5	-2.0	0.4	1.8	1.9
Empleo: variación en miles (b)	-1270.9	-354.0	59.0	287.2	318.5
Productividad por ocupado (b)	3.3	1.8	0.9	0.9	0.9
Coste Laboral Unitario (CLU)	0.4	-1.1	-0.4	1.1	1.1
CLU real (deflactado por deflactor PIB)	0.2	-1.5	-1.7	-0.8	-0.9
<i>Pro memoria (datos EPA)</i>					
Paro: % población activa	18.0	19.4	18.9	17.5	16.2
miles de personas	4,149.5	4,462.3	4,334.8	4,031.9	3,742.8
AHORRO					
Tasa Ahorro familias (%RBD)	18.8	17.0	14.7	14.0	13.1
SECTOR EXTERIOR (%PIB)					
Saldo comercial (fob-fob)	-4.2	-3.8	-3.2	-2.9	-2.8
Saldo operaciones corrientes con resto del mundo	-5.1	-4.7	-3.9	-3.4	-2.9
Cap.(+) / Nec.(-) financiación frente resto del mundo	-4.7	-4.0	-3.2	-2.9	-2.5

(a) Hogares e ISFLSH

(b) Empleo equivalente a tiempo completo

FUENTE: INE y Ministerio de Economía y Hacienda

Cuadro 3. COMPARACIÓN DE ESCENARIOS MACROECONÓMICOS 2010-2011
% variaciones anual, en volumen

	COMISIÓN EUROPEA Previsiones Primavera 2010		BANCO DE ESPAÑA		PE 2009-2013 (*)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO	-0,4	0,8	-0,4	0,8	-0,3	1,8
2. Gasto en consumo final nacional privado (a)	0,2	1,2	0,2	1,0	-0,1	2,5
3. Gasto en consumo final de las A.A.P.P.	1,0	-1,2	1,2	-0,2	1,2	-0,4
4. Formación bruta de capital fijo	-8,3	-1,8	-9,8	-3,5	-6,5	0,3
5. Variación de existencias (% del PIB)	-	-	-	-	0,5	0,4
6. Exportación de bienes y servicios	4,4	4,7	5,0	4,8	2,8	5,2
7. Importación de bienes y servicios	-1,1	1,8	-1,5	0,7	-1,3	3,7
8. DEMANDA NACIONAL (b)	-1,7	0,1	-1,9	-0,3	-1,4	1,4
9. DEMANDA EXTERNA NETA (b)	1,3	0,7	1,6	1,0	1,1	0,4
PRO MEMORIA						
Cap.(+) / Nec.(-) financiación de la nación (%PIB)	-4,0	-4,0	-3,6	-2,9	-4,2	-3,8
Deflactor del PIB	0,3	1,1	-	-	0,5	1,5
Deflactor del consumo privado	1,5	1,6	1,1	1,1	1,4	1,8
Empleo total (puestos de trabajo equivalente)	-2,5	-0,1	-2,6	-0,3	-2,0	0,6
Coste Laboral Unitario	-1,0	0,3	-0,8	0,3	-0,6	0,3

(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

(*) Actualización del Programa de Estabilidad 2009-2013

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

Cuadro 4. PIB potencial y Output-gap

	MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA				BANCO DE ESPAÑA		
	Filtro HP (*)		Función de Producción (**)		Función de Producción (NAIRU HP)(***)	Función de Producción (NAIRU CPH)(***)	
	PIB tendencial (tasa %)	Output gap (% PIBten)	PIB potencial (tasa %)	Output gap (% PIBpot)	PIB potencial (tasa %)	PIB potencial (tasa %)	Output gap (% PIBpot)
2005	2.7	1.7	2.8	1.0	-	-	-
2006	2.4	3.3	2.7	2.3	-	-	-
2007	2.1	4.8	2.5	3.3	1.7	2.3	4.1
2008	1.8	3.8	2.1	2.1	1.0	1.7	3.3
2009	1.6	-1.6	1.6	-3.2	0.5	1.2	-1.7
2010	1.5	-3.3	0.5	-3.9	0.5	1.0	-3.3
2011	1.5	-3.4	0.7	-3.3	0.8	1.1	-3.7
2012	1.5	-2.4	1.1	-1.9	-	-	-
2013	1.5	-1.2	1.5	-0.7	-	-	-

(*) $\lambda = 100$ Período de la estimación: 1981-2015

(**) NAIRU obtenida con filtro de Hodrick Prescott

(***) Las iniciales HP y CPH se corresponden con la NAIRU obtenida con el filtro de Hodrick Prescott, y con la Curva de Phillips, respectivamente

FUENTE: Banco de España y Ministerio de Economía y Hacienda