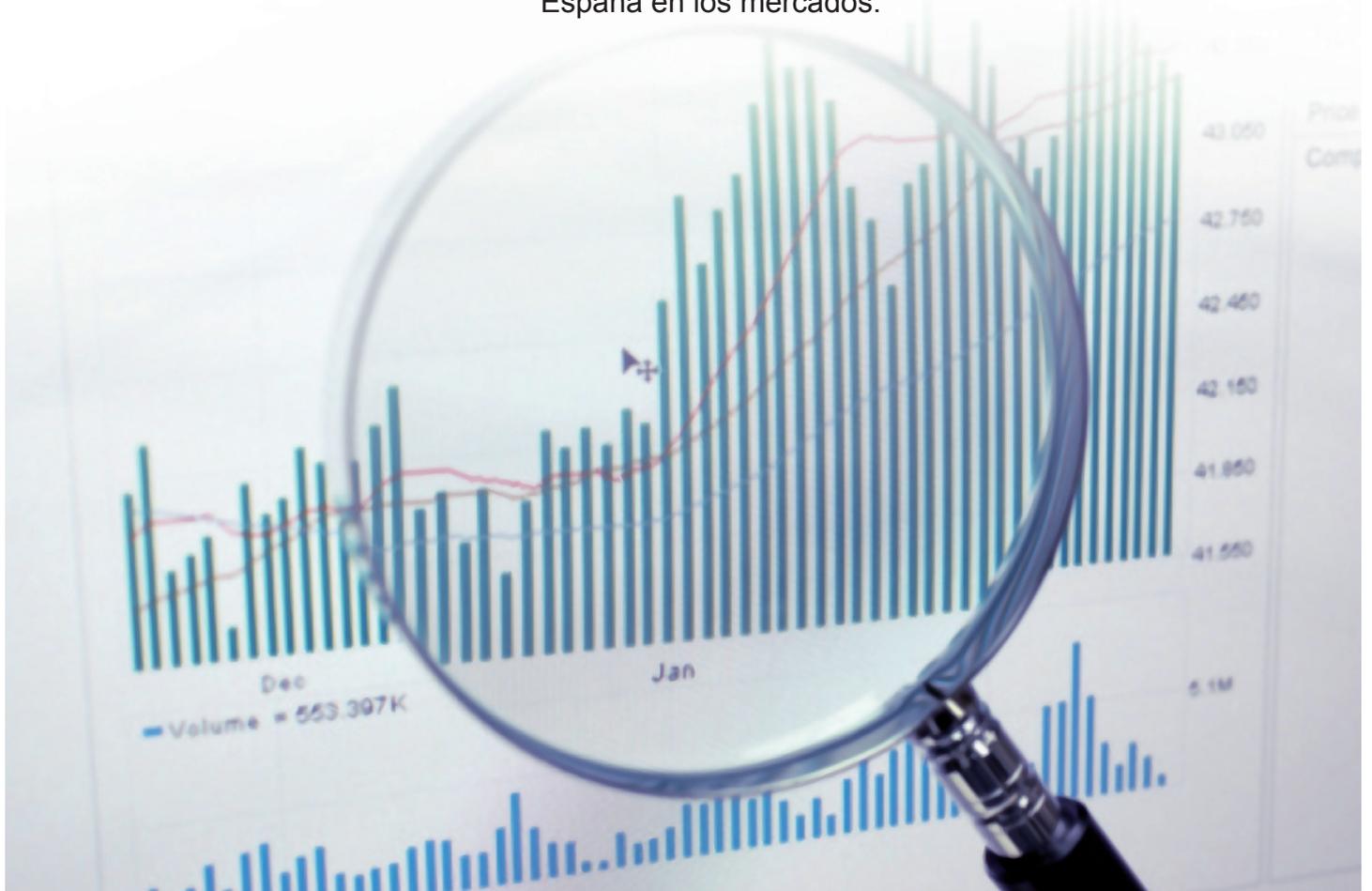


# Situación España

Cuarto Trimestre 2010

## Análisis Económico

- La economía global crece apoyada en el mundo emergente, pero con dilemas de política económica.
- Las tensiones financieras en Europa siguen siendo un factor de preocupación.
- Aunque las perspectivas mejoran, la economía española permanece a la espera de una recuperación sostenida.
- Haciendo de la necesidad virtud: las reformas estructurales, cruciales para el crecimiento y la reducción del riesgo de España en los mercados.



# Índice

1. En resumen .....	3
2. Perspectivas globales: lento el norte, rápido el sur .....	5
3. Revaluación de las perspectivas de crecimiento de la economía española.....	9
4. La necesaria consolidación e intensificación del proceso de reformas .....	21
4.a. Sistema financiero español: una reestructuración que debe continuar .....	21
4.b. La consolidación fiscal en todos los niveles de gobierno: haciendo de la necesidad virtud .....	23
4.c. Reformas estructurales, renta per cápita y riesgo-país .....	28
Cuadros .....	31

**Fecha de cierre: 29 de octubre de 2010**

# 1. En resumen

Las perspectivas para la economía mundial durante los próximos dos años continúan poniendo de manifiesto una importante brecha entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes, incluso aunque en algunas de estas últimas, particularmente China, las autoridades económicas estén iniciando una desaceleración controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

En EE.UU., la debilidad observada en la demanda interna como resultado del agotamiento del estímulo fiscal, del proceso de desapalancamiento que están llevando a cabo los hogares, así como de la inestabilidad del mercado laboral, confirman la lentitud en la recuperación del gasto privado. Así, aunque las recientes preocupaciones sobre la situación del sector inmobiliario en EE.UU. parecen ser excesivas, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales implican una salida de la crisis a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores. Si bien la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión es altamente improbable, la desaceleración de la recuperación y la falta de solidez de la demanda interna inducirá a EE.UU. a una nueva expansión monetaria que puede interpretarse, en parte, como una fórmula para ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo para aumentar, también, su demanda agregada.

En Europa se han producido cambios importantes tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y las pruebas de resistencia del sector financiero.

Por un lado, los mercados han comenzado a diferenciar entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han empezado a abrirse, aunque de manera selectiva. A pesar de todo ello, los mercados de deuda soberana en Europa siguen muy tensionados, siendo la principal fuente de riesgo de la región. Por otro lado, la reciente apreciación del euro constituye un reto cíclico añadido, dado que las economías europeas que han experimentado un mejor comportamiento durante los últimos trimestres se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante continuar abordando con decisión las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región, como son la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de la parte más débil de los sistemas bancarios. Asimismo, para poder sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo nuevas reformas estructurales e institucionales que son no sólo necesarias para mejorar la capacidad productiva, estimular la creación de empleo y aumentar el bienestar a largo plazo, sino también para facilitar la consecución de los objetivos de estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo.

En España, después de haber cerrado el primer semestre del año en positivo, la economía afrontaba la posibilidad de volver a registrar tasas de crecimiento intertrimestral negativas. Dichas expectativas se fundamentaban en cuatro elementos que condicionaban el momento coyuntural de la economía: la persistencia de la incertidumbre y de la volatilidad en los mercados financieros, el debilitamiento previsto de las exportaciones ante el agotamiento de impulsos fiscales en Europa, la esperada aceleración del proceso de consolidación fiscal en España desde finales de 2T10 y la debilidad de la demanda doméstica privada como consecuencia de los procesos de ajuste en marcha. Si bien estos elementos continúan presentes, se ha producido una mejoría de las expectativas que permite afirmar que el crecimiento durante el tercer trimestre del año habría estado cercano al 0%. En primer lugar, aunque continúan existiendo incertidumbres en los mercados financieros, se ha observado una clara diferenciación positiva de los activos españoles respecto a los de otros países europeos y una suavización de las tensiones de liquidez, lo que, dadas las necesidades de financiación de la economía española y su dependencia de los mercados de capital extranjero, supone una menor presión negativa sobre el crecimiento previsto a comienzos del 3T10. En segundo lugar, la economía europea, principal motor de las exportaciones españolas, ha registrado una recuperación mayor de la esperada. En tercer lugar, la consolidación fiscal podría estar teniendo un impacto negativo menor al que se hubiera producido en caso de no haberse visto acompañada de acciones como la reforma laboral o la reestructuración del sistema financiero. Finalmente, a pesar de la debilidad de algunos de sus fundamentales, la demanda interna tuvo un comportamiento bastante positivo durante el primer semestre, por encima de lo que puede explicarse por la anticipación de las decisiones de gasto como consecuencia del aumento del IVA a partir de julio. Esta evidencia es consistente con la visión de BBVA Research sobre los efectos que se esperaban de la consolidación fiscal, tal y como se presentó en nuestra revista de junio.

En todo caso, a corto plazo la economía continúa estancada, con tasas de crecimiento insuficientes para generar empleo, y se mantienen las dudas respecto a la sostenibilidad de algunos de los factores que han estado detrás del mejor desempeño de la economía durante los últimos meses. En particular, por el lado externo, la incertidumbre en los mercados financieros es todavía elevada mientras que la recuperación en Europa podría verse afectada negativamente por diversos factores tales como la apreciación del euro, la consolidación fiscal o la lentitud del proceso de reestructuración de algunas entidades financieras. A nivel doméstico, el aumento de la demanda interna durante la primera mitad del año puede explicarse, en su mayoría, por factores transitorios tales como un menor ahorro precautorio, en un contexto de menor incertidumbre, y un adelantamiento de las compras provocado por la implementación de algunas medidas de consolidación fiscal (por ejemplo, el aumento del IVA, la finalización del Plan 2000E y la eliminación de la deducción por compra de vivienda a comienzos de 2011). Adicionalmente, la necesidad de continuar con el proceso de consolidación fiscal de manera rigurosa por parte de todas las AA.PP. supondrá que la contribución del gasto público al crecimiento sea negativa, lo que unido a los ajustes en marcha de la economía española harán que, aunque positivo, el crecimiento se mantenga todavía débil durante 2011.

Hacia delante, la economía española enfrenta todavía riesgos importantes y es necesario mantener el sentimiento de urgencia con el que se acogieron varias de las reformas implementadas durante el verano. En particular, es preciso afianzar y avanzar en el proceso de reestructuración de una parte acotada del sistema financiero español acelerando, en lo posible, su transformación y redimensionamiento, y asegurando la adopción de niveles de capitalización consistentes con las tendencias que marca la nueva regulación bancaria a nivel mundial. Asimismo, las AA.PP. necesitan continuar garantizando que los objetivos de déficit fiscal son una prioridad. La buena marcha de los ingresos públicos augura que el Estado cumplirá con su compromiso de alcanzar un déficit del 5,9% del PIB a fin de año y que éste se podría lograr incluso con cierta holgura. En caso de ser así, cualquier mejora debería ser utilizada de cara a garantizar el cumplimiento del objetivo de 2011 y en ningún caso para relajar el gasto. El proceso de consolidación fiscal requiere también una importante participación de las CC.AA. y de los gobiernos locales, que debe ir acompañado de reglas más eficientes que garanticen la estabilidad presupuestaria en los diferentes niveles de gobierno, y de más y mejor información sobre la ejecución presupuestaria a la opinión pública, en general, y a los mercados, en particular. En ausencia de esta política proactiva de mayor información y transparencia por parte de todas las AA.PP., y no sólo por el Estado, las incertidumbres respecto a la calidad de las finanzas del conjunto de AA.PP. podrían continuar, manteniendo innecesariamente las tensiones de los mercados financieros sobre una parte de la deuda pública española. En otras palabras, la rigurosidad en el ajuste fiscal es una condición necesaria pero no suficiente: los mercados también exigen una información puntual y abundante de la ejecución presupuestaria, que muestre claramente que la consolidación fiscal avanza al ritmo previsto y que los objetivos anuales de estabilidad presupuestaria se alcanzarán satisfactoriamente. En estas circunstancias, los gobiernos regionales tienen que hacer de la necesidad virtud.

Finalmente, aunque la reforma del mercado laboral supone un avance relevante, la incertidumbre sobre su desarrollo e implementación sigue siendo elevada, por lo que es difícil valorar todavía su potencial impacto sobre la tasa de paro y sobre el crecimiento de la economía. El Gobierno tiene ante sí la oportunidad de mejorar estas expectativas y acelerar la recuperación disminuyendo la incertidumbre de empresas y familias, persiguiendo una implementación ambiciosa de esta reforma y realizando una activa campaña de información sobre los beneficios de la misma. Asimismo, esta medida tiene que ser complementada con otras que continúen diferenciando a España respecto a otros países. Las reformas deben ayudar a permitir un proceso ordenado de desapalancamiento de familias y empresas, al mismo tiempo que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, mejoren la regulación de los mercados de bienes y servicios, potencien un sistema impositivo más eficiente, reduzcan las necesidades de financiación de la economía y promuevan una población activa mejor cualificada. Avanzar en estas medidas estructurales y afianzarlas resultará crucial para crear un entorno más favorable a la inversión de las empresas, a la financiación exterior y a la creación de empleo, acelerando la salida de la crisis de la economía española hacia un potencial de crecimiento mayor.

## 2. Perspectivas globales: lento el norte, rápido el sur

### **La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas**

El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4,7% en 2010 y el 4,1% en 2011 (Gráfico 1), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera y, por tanto, se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros se han iniciado pero aún siguen pendientes. En este sentido, las perspectivas para los próximos dos años continúan poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (Gráfico 2), incluso aunque estas últimas estén iniciando una ralentización controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

Sin embargo, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos está previsto que se intensifique la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), lo que ha generado ya una depreciación del dólar frente al euro, complicando la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias entre Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte significativa de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

### **El crecimiento en Estados Unidos mantendrá su debilidad debido al proceso continuado de desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión**

En el último trimestre, la existencia de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado la posibilidad de una recaída en una nueva fase recesiva. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos) constituye una señal importante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede recuperarse a un ritmo rápido. Y esto no es sino el resultado del proceso de desapalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá favoreciendo la existencia de unos niveles de ahorro superiores a los observados desde la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles débiles y se verá compensado, sólo de manera parcial, por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son, en nuestra opinión, excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy reducida, dado que ya se ha producido un ajuste de alrededor del 30%. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de las existencias en el mercado de la vivienda y un posible incremento de la oferta de vivienda resultante de las nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda –*negative equity*–). Pero también existen elementos de soporte favorables, como los enormes avances en la accesibilidad de la vivienda desde que comenzara la crisis y las tendencias demográficas, que deberían contribuir a impulsar la demanda en el futuro. Por tanto, el escenario de nuevas caídas en los precios es altamente improbable –y, en cualquier caso, el sistema bancario debería ser capaz de asumir una caída moderada–, y es más probable que nos encontremos con un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se vayan reabsorbiendo los excesos anteriores.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit, especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre– serán parcialmente compensados por una recuperación de la inversión privada y de las exportaciones. Esto implicará una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores (Gráfico 3), en línea con nuestras previsiones desde hace tiempo. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es altamente improbable. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse, en este contexto, como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

### **En Europa, la actividad ha crecido más rápidamente de lo previsto, pero sin señales de recuperación claras de la demanda interna que tomen el relevo de las exportaciones**

Los datos de contabilidad nacional del segundo trimestre en la zona euro sorprendieron fuertemente al alza, con un crecimiento del 1% en tasas intertrimestrales sustentado, fundamentalmente, en las exportaciones netas y en el tirón que éstas ejercieron sobre la inversión. El consumo privado apenas creció, por lo que se mantienen las dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación a medio plazo. Durante los últimos meses ha habido una clara diferenciación entre los países del norte de Europa, que crecieron fuertemente, y los del sur, donde el comportamiento fue mucho más moderado y más diverso. El crecimiento en Alemania fue espectacular, apoyado en las exportaciones a países emergentes, pero también en factores estacionales que impulsaron al sector de la construcción, y a la recuperación de inventarios, así como en el efecto “rebote” tras una caída de la actividad. Los datos del tercer trimestre sugieren que la desaceleración esperada para la segunda mitad del año se ha materializado, pero a un ritmo más lento de lo esperado, y con señales contradictorias entre los indicadores de confianza, que han permanecido en niveles muy elevados en algunos casos, y los indicadores reales, que han mantenido una cierta resistencia a reflejar esa mejora. Los pocos datos conocidos del cuarto trimestre son todavía relativamente positivos.

### **Las tensiones financieras en Europa vuelven a ser la principal fuente de preocupación, si bien el riesgo sistémico es menor que antes del verano. La consolidación fiscal sigue siendo fundamental para sostener la confianza y no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo**

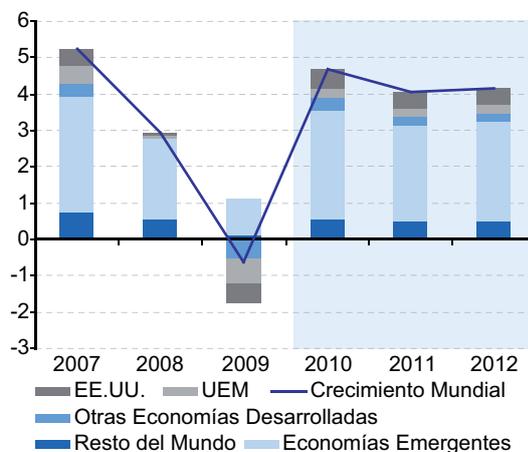
El crecimiento en la zona euro continuará siendo moderado tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y, sobre todo, tras las pruebas de resistencia del sector financiero, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica experimentada por la crisis en Europa. Por un lado, aún a pesar de que los diferenciales medios de deuda soberana se hayan mantenido relativamente estables, los mercados han acentuado la diferenciación entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han comenzado a abrirse –si bien de manera selectiva– y las nuevas emisiones de deuda son una señal evidente de la relajación de las tensiones.

A pesar de todo ello, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (Gráfico 4), especialmente debido a la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero, teniendo en cuenta su exposición nacional e internacional. Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye una dificultad añadida, dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región, es decir, la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de la parte más débil de los sistemas bancarios. La clave es seguir restableciendo la confianza para reducir las tensiones en los mercados y restituir la solidez y autonomía de la demanda del sector privado. Asimismo, para poder sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo una serie de reformas estructurales e institucionales que son muy necesarias, estando estas últimas especialmente orientadas a evitar y resolver futuros desequilibrios fiscales.

De este modo, ante los retos de consolidación fiscal, recuperación de la confianza del sistema financiero y reestructuración bancaria, el panorama que se presenta para los dos próximos años en Europa sigue siendo el de una recuperación relativamente lenta en el conjunto de la zona, aunque con diferencias importantes entre los países del núcleo europeo, que han acumulado menores desequilibrios durante la expansión y que se están beneficiando más del tirón de la demanda externa (fundamentalmente, del mundo emergente), y los países de la periferia, con ajustes más importantes que llevar a cabo. E incluso en el núcleo de Europa, mientras el impulso no se traslade desde la demanda externa hacia una recuperación decidida del consumo y la inversión –algo que, por el momento, no se vislumbra claramente- la recuperación no tendrá suficiente inercia para ser autosostenida. Para el conjunto de la zona euro se espera un crecimiento por encima del 1% en 2011, tras alcanzar probablemente el 1,6% este año, con mayor impulso en Alemania que en Francia y en los países periféricos. La inflación se mantendrá por debajo del 2%, ya que la brecha de producción es todavía bastante amplia.

Gráfico 1

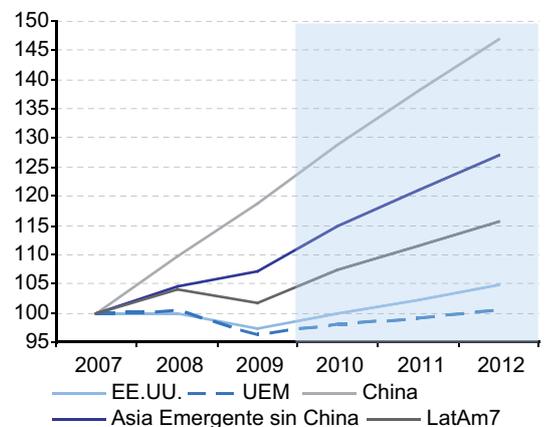
**Crecimiento del PIB global y contribuciones (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

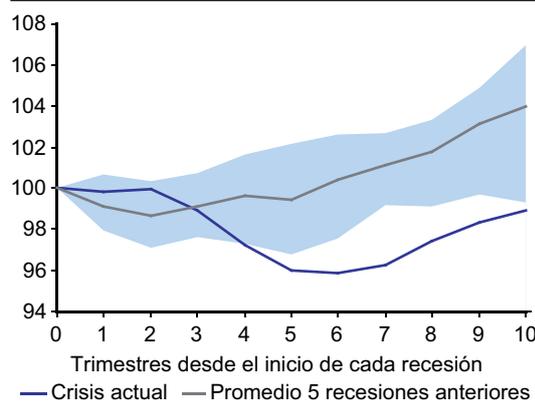
**Nivel del PIB: 2007=100**



Fuente: BBVA Research a partir de Datastream

Gráfico 3

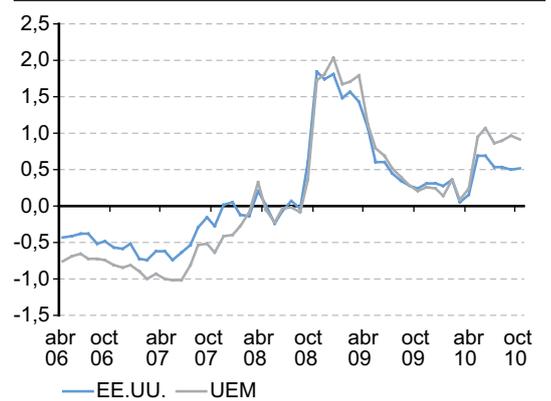
**PIB en EE. UU.: ciclo actual vs. recesiones anteriores\*. Inicio de cada recesión=100**



\* Zona sombreada: rango de PIB durante las últimas 5 recesiones  
Fuente: BBVA Research a partir de NBER

Gráfico 4

**Índice de tensiones financieras BBVA**



Fuente: BBVA Research

## **La política monetaria de las economías avanzadas será expansiva durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo**

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionistas en las economías avanzadas se traducirán en unos bajos tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Sin embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como “*Quantitative Easing 2*, o *QE2*”). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio euro-dólar dependerán en mayor medida de las perspectivas relativas de crecimiento (que favorecen a EE.UU. frente a la UEM), pero también en la percepción de la política monetaria en ambas áreas y la evolución de los flujos de inversión. Al mismo tiempo, esperamos que se sigan manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

## **Los mercados emergentes se enfrentan a cada vez mayores dilemas de política económica derivados del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones cambiarias en otras áreas**

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos de las políticas económicas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se ralentizará en Asia debido a la reducción del impulso proveniente del ciclo mundial de existencias, una demanda externa más débil y la retirada de los estímulos de política económica., reduciendo de esta forma el riesgo de recalentamiento de esas economías. Con todo, la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatirse entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

Teniendo en cuenta la relativa falta de flexibilidad de los tipos de cambio en China (y, en menor medida en el resto de Asia), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte significativa del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio comenzarán a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios si bien la experiencia demuestra que su efectividad es bastante limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar el aumento de los tipos de cambio, pero no a evitarlo. Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia (particularmente en China), con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación de política económica al resto del mundo.

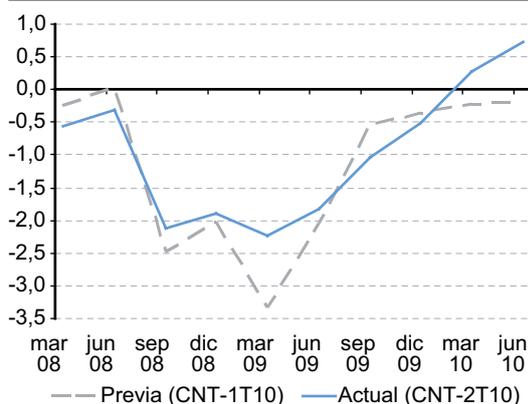
### 3. Revaluación de las perspectivas de crecimiento de la economía española

Después de haber cerrado el primer semestre del año en positivo, las previsiones recogidas en el último número de esta publicación<sup>1</sup> apuntaban a la posibilidad de que la economía española pudiera volver a registrar tasas de crecimiento intertrimestral negativas en la segunda parte de 2010. Dichas expectativas se fundamentaban en cuatro elementos básicos que condicionaban de forma notable el momento coyuntural de la economía. A saber: la persistencia de la incertidumbre y de la volatilidad en los mercados financieros, el debilitamiento previsto de las exportaciones ante el agotamiento de impulsos fiscales en Europa, la esperada aceleración del proceso de consolidación fiscal desde finales de 2T10 y, finalmente, la debilidad de la demanda doméstica privada que, a la vista de los tres primeros elementos mencionados, se esperaba que empeorara y que fuese incapaz de compensar, al menos en parte, el deterioro previsto de la contribución de la demanda del sector público. La caída de la demanda final hacía prever, asimismo, un reajuste a la baja, aunque limitado y transitorio, de algunas de las decisiones de producción, inversión y contratación por parte de las empresas españolas que, previsiblemente, afectarían de forma negativa a la evolución del mercado laboral.

Si bien estos elementos siguen estando presentes en el momento coyuntural por el que atraviesa la economía española, existen ciertos matices que nos llevan a reevaluar nuestras expectativas sobre su evolución durante el resto del ejercicio económico de 2010 y, en menor medida, durante el próximo año. En primer lugar, aunque siguen existiendo incertidumbres en los mercados financieros, se ha observado una clara diferenciación positiva de los activos españoles respecto a los de otros países como Irlanda o Portugal y una suavización de las tensiones de liquidez, lo que, dadas las necesidades de financiación de la economía española y su dependencia de los mercados de capital extranjero, supone una menor presión a la baja sobre el crecimiento de la economía que la prevista a comienzos del 3T10. En segundo lugar, la economía europea, principal motor de las exportaciones españolas, ha registrado una recuperación mayor de la esperada, que nos lleva a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento para este año. En tercer lugar, la estimación avance de la Contabilidad Nacional (CN) anual para el año 2009, junto con los datos de la CN trimestral para 2T10, conocidos a finales de agosto, revelaron una composición del crecimiento con una demanda doméstica privada relativamente menos débil en 1S10, lo que implica un punto de partida menos adverso toda vez que la aceleración de la consolidación fiscal ha comenzado (véase el Gráfico 5). Como consecuencia de todos estos elementos, en este nuevo escenario el PIB se contraería cerca de un 0,2% en el conjunto de 2010.

Gráfico 5

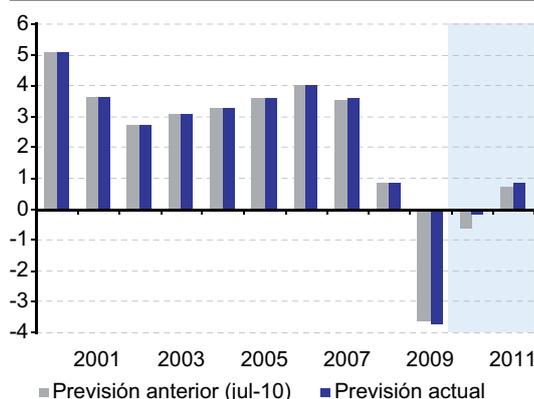
**España: demanda interna (contribución al crecimiento trimestral del PIB en %)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

**España: crecimiento del PIB (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

1: Véase [Situación España de tercer trimestre de 2010](#).

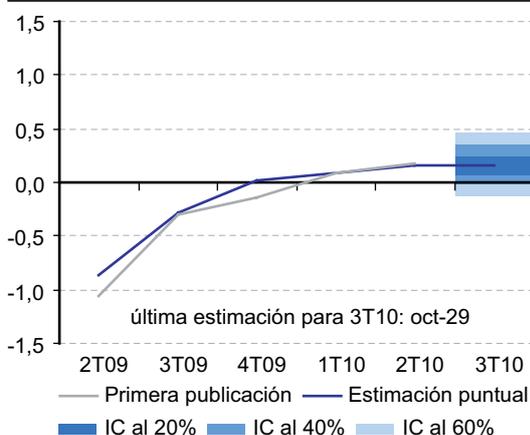
En todo caso, se mantienen las dudas respecto a la sostenibilidad de algunos de los factores detrás del mejor desempeño de la economía durante los últimos meses. En particular, por el lado externo, la incertidumbre en los mercados financieros es todavía elevada mientras que la recuperación en Europa podría verse amenazada por diversos factores tales como la apreciación del euro, la consolidación fiscal o la ralentización en el proceso de reestructuración de algunas entidades financieras. A nivel doméstico, el aumento de la demanda interna durante la primera mitad del año puede explicarse, en su mayoría, por factores transitorios tales como un menor ahorro precautorio y un adelantamiento de las compras derivado de la implementación de medidas de consolidación fiscal (por ejemplo, el aumento del IVA, la finalización del Plan 2000E y la eliminación de la deducción por compra de vivienda a finales de 2010). Adicionalmente, este proceso de consolidación fiscal supondrá un lastre más durante el próximo año. Por lo tanto, esperamos que la recuperación, a pesar de la mejora relativa de las expectativas, sea todavía tímida y que la economía crezca un 0,9% en 2011 (véase el Gráfico 6).

### La economía española habría continuado mostrando tasas de crecimiento cercanas al 0% en 3T10

A falta de conocer los datos oficiales, los indicadores parciales de coyuntura muestran, en general, que la economía española habría registrado un crecimiento cercano al 0% en el tercer trimestre del año. Así, las previsiones de corto plazo del PIB realizadas a partir del modelo MICA-BBVA<sup>2</sup> sugieren que durante el 3T10 se habría observado un crecimiento nuevamente débil, en torno a los registrados durante el primer semestre del año (véase el Gráfico 7). No obstante, estas previsiones suponen una mejora importante respecto a lo esperado hace tres meses. En todo caso, es necesario precisar, por una parte, que la recuperación de la economía española continúa siendo excesivamente débil y que la actividad se encuentra prácticamente estancada, siendo incapaz de generar empleo de forma sostenida. Por otra parte, la aceleración del proceso de consolidación fiscal ha ejercido una presión a la baja sobre la demanda doméstica privada (aunque parcialmente compensada por el mejor comportamiento de otros factores), por lo que la mejora intertrimestral del PIB será atribuible, en gran parte, a la aportación positiva de la demanda exterior neta (véase el Gráfico 8).

Gráfico 7

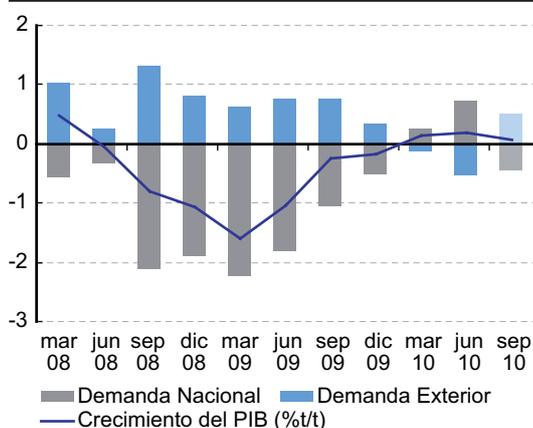
#### España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (%/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 8

#### España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

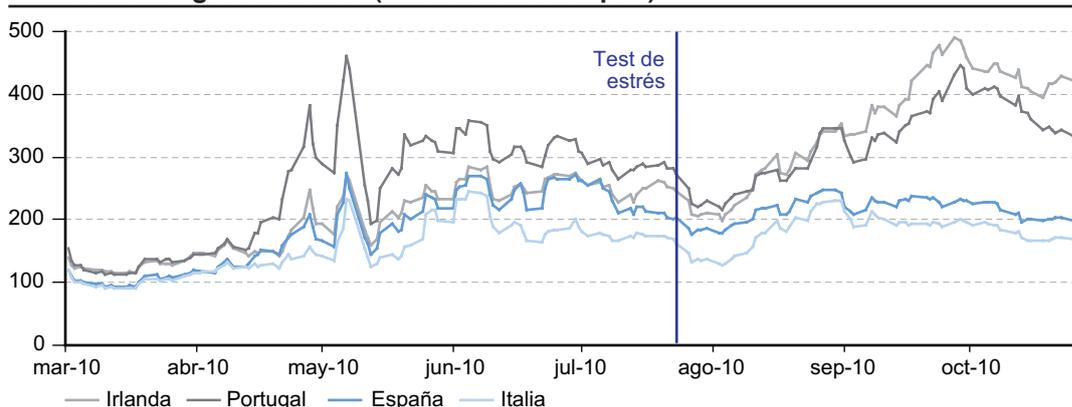
2: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21.

## Las primas de riesgo se reducen, mientras que se observa un alivio significativo en las tensiones de liquidez, mejorando considerablemente el panorama externo relevante para la economía española

Durante el último trimestre, los mercados financieros europeos han estado marcados por un nuevo episodio de riesgo periférico, en este caso derivado del repunte de la prima de riesgo de Irlanda asociado al coste de rescate de su sistema bancario. En esta ocasión, el elemento más destacado ha sido la diferenciación positiva de España, mientras que otros países periféricos - Portugal y, en menor medida Grecia- se han visto afectados. Así, las primas de riesgo soberanas de Irlanda y Portugal han aumentado en torno a 200 puntos básicos, mientras que las de España y Italia se han mantenido relativamente estables (véase el Gráfico 9).

Gráfico 9

### Primas de riesgo soberanas (CDS a 5 años en pbs)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Este comportamiento ha tenido su traslación en los mercados de financiación, en los que se ha producido cierta normalización, aunque todavía de forma selectiva para aquellos países con mejores fundamentos macroeconómicos y financieros. Esto contrasta con la etapa anterior a la publicación de las pruebas de estrés, en la que el cierre era prácticamente indiscriminado. España ha sido uno de los principales beneficiados de esta normalización de los mercados, lo que ha permitido al Estado español y a ciertas entidades financieras emitir deuda con buenos resultados. Con todo, es importante destacar que la apertura para las entidades financieras ha sido, hasta el momento, parcial: sólo las grandes y medianas han tenido acceso a los mercados. Igualmente, sigue pendiente la apertura para las emisiones de las Comunidades Autónomas.

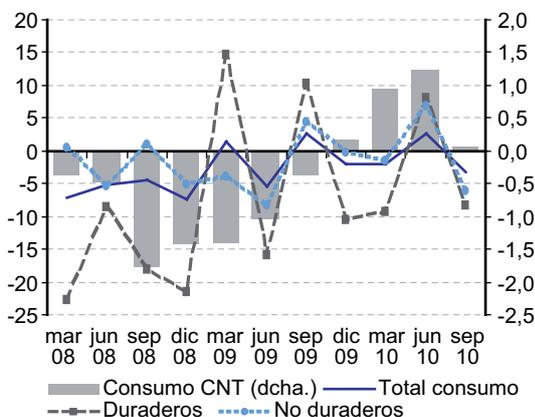
La normalización de los mercados de deuda, unida a la relajación del mercado interbancario, así como a la reactivación de los mercados de repo internacionales, está teniendo su reflejo en la menor apelación del sistema financiero español al Banco Central Europeo (BCE) en los dos últimos meses. Si bien la dependencia del BCE por parte de las entidades financieras continuará moderándose a medida que los mercados de deuda continúen abriéndose, las más vulnerables mantendrán un grado de apelación elevado.

## La mejora del entorno económico habría contrarrestado parcialmente las consecuencias de la aceleración del proceso de consolidación fiscal sobre la demanda doméstica privada

En lo que respecta al consumo de los hogares, la probable traslación al 1S10 del gasto, motivada por el incremento del IVA a comienzos de julio y la retirada de las medidas de estímulo fiscal (v. g., el Plan 2000E), ha provocado una ralentización significativa durante el 3T10 (véase el Gráfico 10). Así, tanto la cifra de negocios del sector servicios<sup>3</sup>, como las ventas interiores de grandes empresas, el comercio al por menor y, sobre todo, las matriculaciones de turismos han experimentado una caída en 3T10 (véase el Gráfico 11). Sin embargo, los datos corregidos de variaciones estacionales y efectos calendario (CVEC) sugieren que la contracción del gasto se concentró en julio, mes en el que la cifra de negocios del sector servicios descendió un 6,3% m/m, las ventas interiores de grandes empresas lo hicieron un 12,7% m/m, las del comercio al por menor un 2,1% m/m y las matriculaciones de turismos, un 33,0% m/m.

Gráfico 10

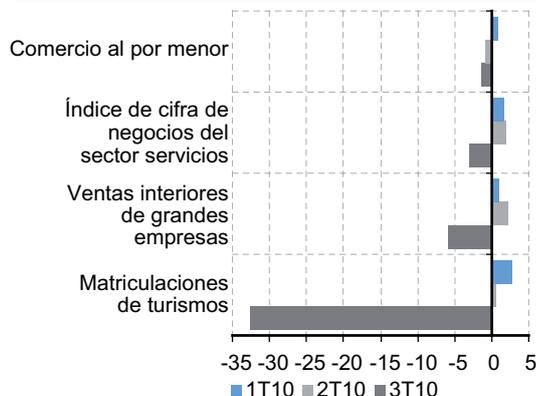
**España: gasto en consumo final de los hogares y disponibilidades de bienes de consumo (datos CVEC, promedios trimestrales, % t/t)**



Dato de 3T10: promedio de julio y agosto para disponibilidades y previsión para gasto en consumo final de los hogares  
Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 11

**España: evolución de los indicadores de consumo (datos CVEC, % t/t)**



Dato de 3T10: promedio de julio y agosto para el índice de cifra de negocios del sector servicios y las ventas interiores de grandes empresas  
Fuente: BBVA Research a partir de INE, AEAT y ANFAC

Adicionalmente, tanto la translación incompleta a precios del aumento del IVA, como la evolución de sus determinantes sugieren que el deterioro del consumo ha sido inferior a lo previsto a finales de 2T10. En lo que atañe a los precios, los datos del IPC de septiembre apuntan a que el efecto de la subida del IVA en julio ha sido moderado y podría haberse agotado ya. Así, la variación trimestral del IPC general y del componente subyacente se situó en el -0,1% t/t y en el -0,3% t/t, respectivamente, 0,3pp y 0,7pp por encima de los registrados en 3T09, y tan sólo una y tres décimas mayores que los promedios de los últimos años para ese trimestre (véase el Gráfico 12). Tampoco la evolución del mercado laboral durante el tercer trimestre, ni el recorte de las retribuciones del personal del sector público –efectiva a partir del mes de junio– apuntan a un deterioro de los ingresos de las familias significativamente diferente de lo observado en trimestres pasados. Como refleja el Gráfico 13, la masa salarial real, si bien ha continuado disminuyendo en 3T10, lo ha hecho a una tasa inferior a la del trimestre precedente.

Por otra parte, la carga financiera que soportan los hogares se ha mantenido prácticamente inalterada en 3T10: según nuestras estimaciones, el porcentaje de renta que las familias destinan al pago de su deuda ha permanecido por debajo del 14% entre julio y septiembre. Del mismo modo, no se han detectado cambios en la incertidumbre de los hogares sobre la situación económica que justifiquen un aumento del ahorro precautorio y, por lo tanto, una contracción significativa de su gasto en consumo.<sup>4</sup> De nuevo, el Gráfico 13 muestra que el posible efecto negativo sobre el consumo de la menor confianza de los hogares en su situación financiera presente y futura podría verse compensado por la mejor percepción acerca de la situación actual y de las perspectivas de la economía española.

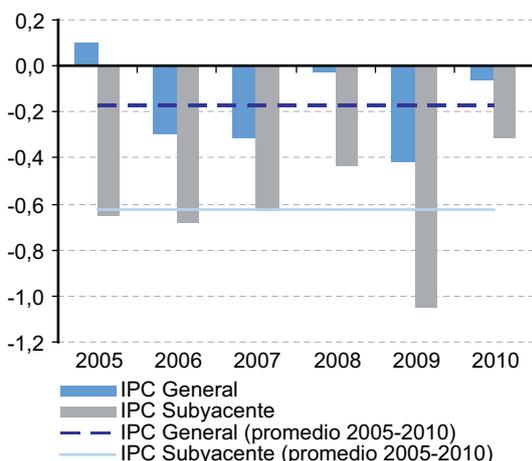
3: Nótese que si bien el indicador de cifra de negocios del sector servicios, elaborado por el INE, es una señal de oferta, aproxima de un modo fiable el comportamiento de la demanda. Una información más detallada se puede encontrar en: <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=/t37/p183&file=inebase&L=0>.

4: Al respecto, las Cuentas Trimestrales No Financieras de los Sectores Institucionales revelaron una caída de 1,5 pp de la tasa de ahorro de los hogares en 2T10 hasta situarse en el 16,2% de su renta familiar bruta disponible.

En síntesis, tal y como indicábamos en nuestro Observatorio Económico del 13 de octubre, si bien el consumo de los hogares se debilitó durante el tercer trimestre del año, la información coyuntural disponible sugiere que el deterioro será inferior al previsto a comienzos del trimestre. Al respecto, el Modelo de Indicadores Coincidentes de Consumo BBVA (MICC-BBVA) apunta a un crecimiento del gasto en consumo privado cercano a cero, frente al 1,2% de crecimiento de 2T10.

Gráfico 12

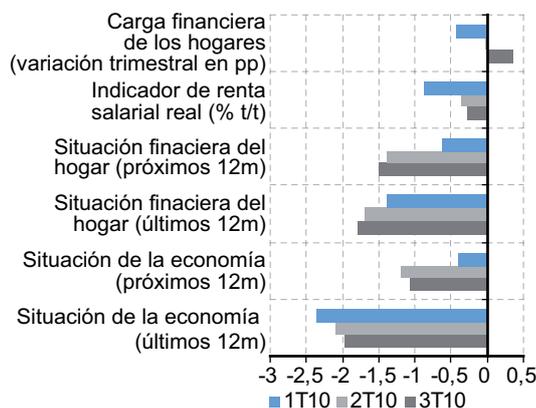
**España: inflación en 3T10 (%t/t)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 13

**España: principales determinantes del consumo de los hogares**

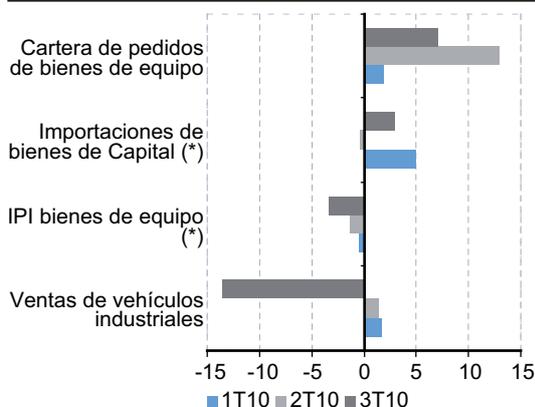


Los indicadores de confianza miden promedios trimestrales de saldos de respuestas normalizados  
Fuente: BBVA Research a partir de INE, BdE, MEH y Comisión Europea

En lo que respecta a la inversión empresarial, la información coyuntural relativa al tercer trimestre permite adelantar una corrección a la baja de esta partida de la demanda agregada que, como en el caso del consumo de los hogares, se concentró probablemente en el mes de julio. Cabe destacar que las señales siguen siendo mixtas y, en balance, indican una caída moderada de la inversión empresarial en 3T10 de una magnitud inferior a la que preveíamos a principios de ese trimestre. Por el lado negativo, según nuestras estimaciones, tanto las ventas de vehículos industriales como la producción industrial de bienes de equipo experimentaron una caída significativa en 3T10 corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario (véase el Gráfico 14). Por el lado positivo, las importaciones de bienes de capital (CVEC) aumentaron en julio y agosto un 1,0% m/m y un 3,5% m/m, respectivamente, lo que se traduciría en un aumento del 2,9% de esta partida de las importaciones en el conjunto del 3T10 de haberse mantenido esta tendencia en septiembre. Asimismo, tanto la cartera de pedidos de bienes de capital como las expectativas de los productores respecto a este concepto de la inversión se mantuvieron al alza a lo largo del 3T10 y muy por encima de la confianza industrial (véase el Gráfico 15). En consistencia con la evolución reciente de los indicadores de la inversión en equipo, sus determinantes sugieren una contracción menor de lo previsto a comienzos de 3T10. Así, nuestras estimaciones indican que tanto las expectativas de beneficios empresariales en porcentaje del PIB como el coste real de uso del capital permanecieron prácticamente invariantes en 3T10. En esta misma línea, la utilización de la capacidad productiva del conjunto de la industria (CVEC) se incrementó de forma moderada en 3T10, en torno a 1,4 puntos porcentuales (pp), alcanzando el 73,7% (80,3% en promedio entre 1995 y 2007).

Gráfico 14

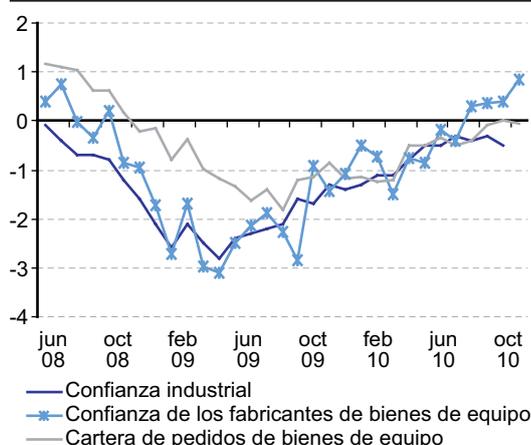
**España: evolución de los indicadores de inversión en equipo**



\* Dato 3T10: promedio de julio y agosto  
Fuente: BBVA Research a partir de INE, Aduanas, MICT y MEH

Gráfico 15

**España: confianza industrial (datos normalizados)**



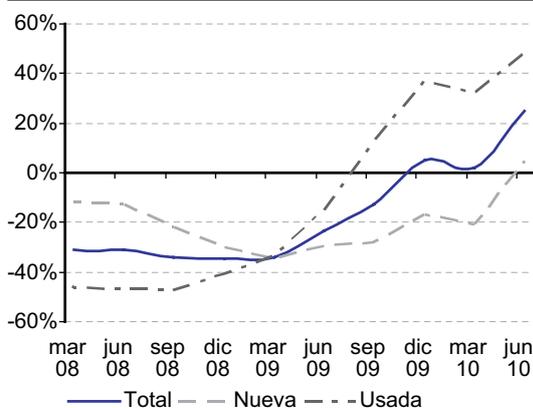
Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea y MICT

Continuando con el comportamiento de la inversión, la destinada al sector inmobiliario se ha visto influenciada por el cambio fiscal que se producirá en enero de 2011. La eliminación de la deducción por adquisición de vivienda habitual para aquellas rentas superiores a los 24.107,2 euros brutos anuales viene provocando un adelantamiento de las compras de vivienda que se dejará notar más en la segunda mitad del año. De hecho, el adelanto de las compras derivado de la eliminación del beneficio fiscal habría atenuado el efecto negativo del aumento del IVA en 3T10. Así, los datos de demanda residencial del Colegio Oficial de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España correspondientes a julio y agosto muestran un mayor dinamismo de la misma (véase el Gráfico 16). Aunque la inscripción en el registro puede realizarse con cierto retraso, en estos dos meses del tercer trimestre las ventas crecieron a una tasa intermensual promedio del 3,5% CVEC, muy por encima del promedio alcanzado hace un año (-0,3% m/m CVEC).

Por el contrario, la actividad por el lado de la oferta está siendo mucho menos dinámica. Los datos de visados de construcción de obra nueva del segundo trimestre fueron inferiores a los del año anterior, y los datos de los meses de julio y agosto parecen adelantar que la actividad residencial en el tercer trimestre también habría sido inferior a la del mismo periodo del año anterior. Consecuentemente, la previsión para 2010 muestra, de nuevo, una caída del número de visados de construcción de vivienda de obra nueva hasta los poco más de 100.000. La mayor contracción de la oferta y la recuperación de la demanda están favoreciendo la absorción del stock de viviendas nuevas sin vender, el cual a finales de año podría verse reducido en unas 95.000 unidades respecto al existente a comienzos de año. Sin embargo, la sobreoferta se mantiene en niveles elevados y sigue conteniendo la ejecución de nuevos proyectos por parte de las empresas constructoras y promotoras. En síntesis, la inversión en vivienda habría vuelto a contraerse en 3T10, si bien es cierto que lo habría hecho de manera más moderada que en trimestres anteriores, ya que la caída esperada se sitúa en torno al 2% t/t (véase el Gráfico 17).

Gráfico 16

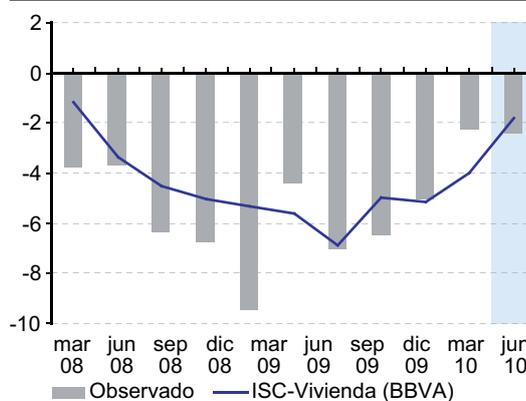
**España: transacciones de vivienda (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de MVIV

Gráfico 17

**España: inversión en construcción residencial e indicador sintético BBVA ISC-vivienda (%t/t)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

**Mientras tanto, los datos de ejecución presupuestaria hacen cada vez más probable alcanzar el objetivo de déficit del Estado para final de año**

Las cuentas del Estado han confirmado la recuperación de los ingresos y, en especial, han puesto de manifiesto que el gasto se viene contrayendo y que la probabilidad de alcanzar el objetivo de un déficit del 5,9% del PIB hacia finales de año se ha elevado considerablemente. Respecto a los ingresos, cabe mencionar que entre las razones detrás de esta mayor fortaleza está el mejor comportamiento del consumo durante el primer semestre, la normalización en el flujo de algunos ingresos (IVA) y la implementación de las medidas anunciadas durante el último año (IRPF). Hacia delante, la ralentización de la demanda interna debería moderar la mejora de los ingresos, aunque en el caso de los impuestos indirectos, el aumento del IVA debería compensar dicha desaceleración. Por la parte del gasto, se observan reducciones importantes en la inversión y en las transferencias corrientes, estas últimas relacionadas con la no renovación de programas discrecionales. Esta reducción del gasto tendrá un efecto negativo directo sobre la actividad durante los próximos meses. Sin embargo, como ya se ha comentado en otras ocasiones, la implementación efectiva de estas medidas es lo que, en parte, explica la mejora de la confianza, de la liquidez y de las primas de riesgo en la economía española. Por lo tanto, por el momento, el veredicto sobre el impacto de la consolidación fiscal es que, una vez considerados los efectos directos e indirectos, éste ha sido limitado, como ya adelantábamos en el número de Situación España publicado a comienzos de junio.

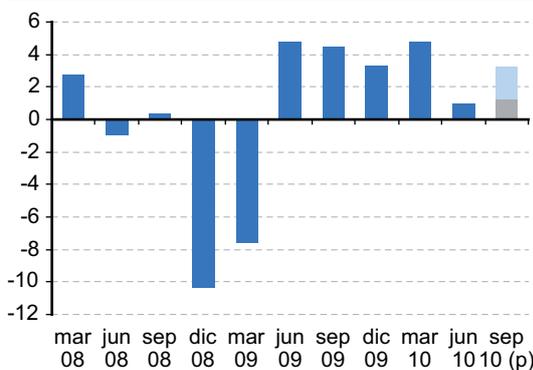
**A pesar de la ralentización del crecimiento en Europa y de la apreciación del tipo de cambio, el sector exterior habría contribuido positivamente al crecimiento de la economía en 3T10**

En sintonía con el argumento presentado en los dos últimos números de Situación España, las exportaciones de bienes y servicios españoles se siguen perfilando como soporte permanente de la recuperación de la actividad económica. Los mejores datos de coyuntura provenientes de la economía mundial en 1S10, las ganancias de competitividad medidas a través de los costes laborales unitarios y la creciente diversificación geográfica de las exportaciones españolas, habida cuenta de la actual incertidumbre que rodea a los mercados cambiarios, permiten adelantar el buen comportamiento de esta variable. De esta forma, los datos de la balanza comercial conocidos hasta la fecha y correspondientes al tercer trimestre sugieren una corrección al alza de las previsiones realizadas en los primeros compases del trimestre. En concreto, el incremento trimestral de las exportaciones podría ser hasta dos puntos superior a lo inicialmente esperado (véase el Gráfico 18). Subyacen a este buen comportamiento las ganancias de competitividad precio durante la mayor parte del trimestre, que han permitido, además, un creciente abanico de destinos de las exportaciones de bienes españoles (véase el Gráfico 19). En referencia a este último aspecto, cabe destacar la continua expansión del peso de las exportaciones de bienes españoles con destino fuera de la Unión Europea, que en la última década ha pasado del 28% al 34%. Finalmente, en lo referente al sector exterior, se espera que tras unos meses caracterizados por la estabilización del déficit por cuenta corriente, éste retome

una moderada senda de ajuste a medida que el déficit de la balanza comercial se reduzca como consecuencia del buen comportamiento exportador y se confirmen los resultados positivos que arrojó el sector servicios en julio al comienzo del período estival.

Gráfico 18

**España: exportaciones reales de bienes (% t/t, cvec)**

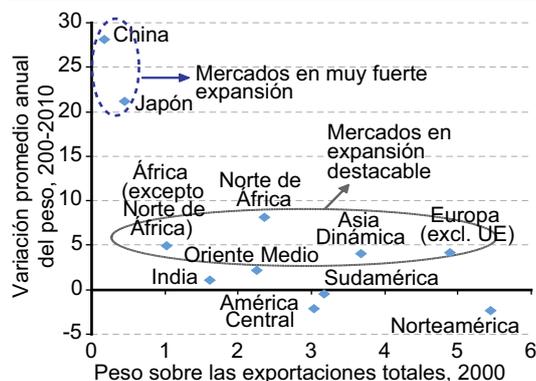


Nota: Sep-10 previsión a partir de los datos de balanza comercial (Aduanas)

Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas e INE

Gráfico 19

**España: exportaciones de bienes extra-UE. Peso en 2000 y variación del peso 2000-2010 (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

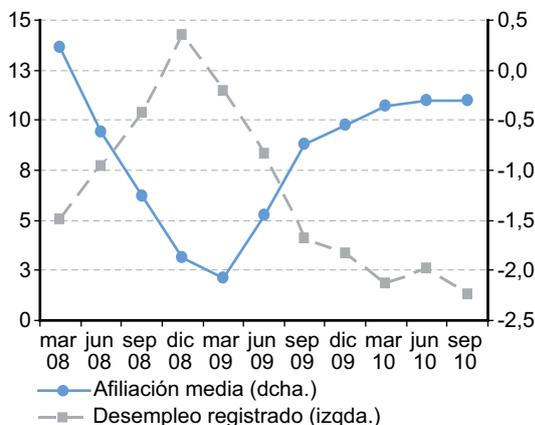
Los indicadores disponibles a la fecha de cierre de este informe apuntan a una evolución favorable del turismo receptor para el conjunto del tercer trimestre de 2010. Aunque con 52,3 millones de turistas extranjeros acumulados en el año que va hasta agosto de 2010, la temporada turística se mantiene todavía lejos de los 58 millones superados en la fase alta del ciclo expansivo, algunos indicadores empiezan a mostrar señales positivas. Por un lado, tanto las pernoctaciones como las entradas de turistas extranjeros consolidan ya tasas de crecimiento interanual positivas (incluso considerando el efecto del volcán islandés en las llegadas del 2T10). Por otro lado, la ocupación hotelera en agosto recuperó niveles del 70%, 3 pp más de los alcanzados en el mismo periodo del año anterior, lo que se ha visto posibilitado, al menos en parte, por el importante ajuste experimentado por los precios hoteleros, con una caída acumulada del 9% del índice de precios hoteleros desde 2008. Así, la mejora en el número de viajeros y pernoctaciones se traduce en que, en agosto, el gasto de los turistas en España se incrementó en un 5,8% a/a pese a que la disminución de la confianza y la reducción de los precios hoteleros inducen la práctica congelación del gasto medio por turista (+0,1 a/a en el trimestre hasta agosto).

**El mercado laboral continúa ajustándose al ritmo marcado durante los últimos trimestres. No se observa un deterioro adicional como consecuencia del debilitamiento de la demanda interna**

En lo que respecta al mercado laboral, los indicadores relativos al tercer trimestre del año ponen de manifiesto que, una vez eliminadas las variaciones estacionales negativas propias del mismo, la destrucción de empleo no se aceleró. Así, la afiliación media a la Seguridad Social disminuyó un 0,4% t/t (CVEC) en el conjunto del tercer trimestre, en línea con lo sucedido el último año y a pesar de la evolución favorable de la ocupación en el sector servicios, que se incrementó un 0,1% t/t (CVEC). Por su parte, el paro registrado continuó aumentando, en esta ocasión un 1,3% t/t (CVEC), la mitad que en el trimestre precedente (véase el Gráfico 20). La reciente publicación de los datos de la Encuesta de Población Activa, correspondientes al 3T10, confirma la evolución apuntada anteriormente. A diferencia de lo sucedido en 2T10, la creación de empleo (69,9 miles de personas) y el estancamiento de la población activa (-0,8 miles) provocaron una reducción de 3 décimas de la tasa de paro, hasta situarse en el 19,8% de los activos (véase el Gráfico 21). Una vez corregida la estacionalidad propia del período, la disminución del número de ocupados se situó en el entorno de las 25 mil personas, 15 mil menos que en el trimestre anterior.

Gráfico 20

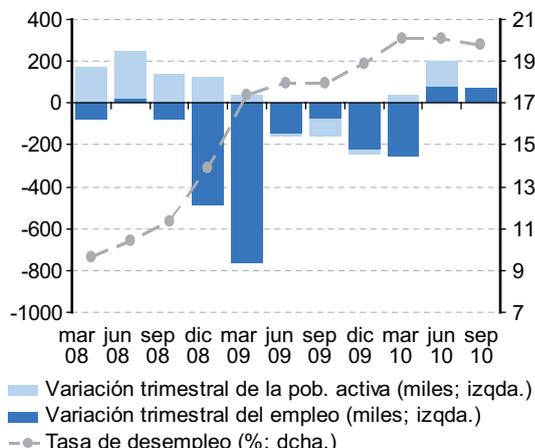
**España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (% t/t, datos CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN y SPEE

Gráfico 21

**España: empleo, población activa y tasa de desempleo**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

**El avance de los ajustes en curso anticipa que la economía española podría crecer en 2011 en torno al 0,9%**

Como adelantábamos en la introducción de esta sección, es de prever que, a pesar de la mejora relativa de las expectativas, la recuperación de la economía española durante el próximo año continúe siendo débil. Se espera que el PIB siga mostrando tasas de crecimiento intertrimestral moderadas, aunque positivas, lo que llevará a un crecimiento para el conjunto del año en torno al 0,9%, que vendrá acompañado de una destrucción de empleo equivalente a tiempo completo (ETC) de alrededor de un 0,3% (si bien podrían observarse tasas de crecimiento positivas en el empleo en la segunda mitad del año) y una inflación contenida en torno al 1,7%. La contribución negativa del sector público junto con la debilidad de la recuperación de la demanda doméstica privada y la fortaleza de las exportaciones españolas -a pesar de su moderada desaceleración- serán los rasgos que marcarán la evolución de la demanda agregada durante el próximo ejercicio económico (véase el Cuadro 1).

Cuadro 1

**España: previsiones macroeconómicas**

(% a/a)	1T10	2T10	3T10	4T10	2009	2010	2011
Consumo hogares	-0,3	2,0	2,5	2,4	-4,3	1,6	1,0
Consumo AA.PP.	-0,2	0,4	0,2	0,6	3,2	0,2	-0,5
FBCF	-10,5	-7,0	-6,1	-5,3	-16,0	-7,2	-1,8
Equipo y otros productos	-9,2	-0,1	0,6	-0,9	-21,2	-2,4	2,3
Equipo	-4,8	8,7	6,8	4,1	-24,5	3,7	4,1
Construcción	-11,4	-11,4	-10,6	-8,5	-11,9	-10,5	-4,6
Vivienda	-21,1	-19,3	-15,3	-10,7	-24,5	-16,6	-6,5
Resto	-4,1	-5,7	-7,6	-7,3	-0,1	-6,2	-3,3
Var. existencias (*)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-6,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,0</b>
Exportaciones	8,8	10,5	10,9	9,8	-11,6	10,0	8,0
Importaciones	2,0	8,1	9,2	8,4	-17,8	6,9	3,8
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>
<b>PIB pm (% a/a)</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>
<b>PIB pm (% t/t)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>			
<b>Pro-memoria</b>							
PIB sin inversión en vivienda	-0,1	1,1	1,2	1,2	-1,9	0,8	1,3
PIB sin construcción	0,3	1,8	2,0	2,0	-2,1	1,5	1,8
Empleo total (EPA)	-3,6	-2,5	-1,7	-1,5	-6,8	-2,2	-0,2
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	20,0	20,1	19,8	20,8	18,0	20,1	20,6
Empleo total (e.t.c.)	-3,7	-2,5	-2,0	-1,5	-6,6	-2,3	-0,3

(\*) contribuciones al crecimiento

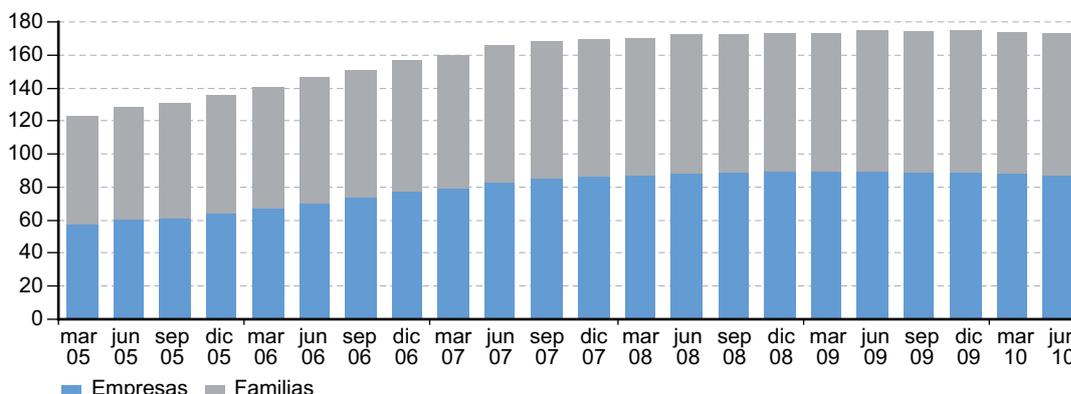
Fuente: INE y previsiones BBVA Research

Este escenario económico para 2011 viene caracterizado por una serie de factores, entre los que cabe destacar los siguientes. En primer lugar, los datos de ejecución presupuestaria para lo que llevamos de 2010 corroboran el compromiso del Gobierno con el cumplimiento del objetivo de consolidación fiscal, lo que permite adelantar que el gasto público continuará su senda de ajuste en aras de alcanzar los objetivos presupuestarios. Así, en el gasto corriente destaca la reducción de salarios en el sector público. Este comportamiento de contención del gasto también se observa en los Presupuestos Generales del Estado para 2011 (PGE 11) si bien el enfoque se centra más en el recorte de las infraestructuras y en el gasto discrecional, mientras que el incremento de los ingresos es moderado y apoyado en los aumentos impositivos ya implantados en 2010. Así, los recursos públicos se verán beneficiados por el incremento del IVA, el cual, a juzgar por el limitado traspaso a precios observado durante 3T10, podría terminar teniendo un efecto negativo limitado sobre la inversión y el consumo privados. Con todo, y como se ha venido observando desde principios del verano, el lastre que ello supondrá para el crecimiento podría verse parcialmente compensado por la contribución a la mejora gradual de la confianza en la economía española, relajando la escalada de las tensiones de liquidez y las primas de riesgo.

En segundo lugar, toda vez que el proceso de desapalancamiento de los hogares y las empresas españolas sigue pendiente de su culminación (véase el Gráfico 22) y que sus fundamentales se mantienen débiles, no cabe esperar una aceleración sustancial del ritmo de recuperación de la demanda doméstica privada. Adicionalmente, es probable que el repunte reciente de los tipos de interés de los depósitos a plazo estimule el ahorro privado del conjunto de la economía en detrimento del consumo y la inversión presentes (véase la Sección 4.a.).

Gráfico 22

**España: crédito al sector privado sobre PIB (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

En cuanto al consumo, la menor destrucción de empleo prevista para 2011 compensará parcialmente los efectos contractivos del empeoramiento del componente no salarial de la renta bruta disponible de los hogares provocado, entre otros aspectos, por la no revalorización de las pensiones contributivas el año próximo y el agotamiento de las prestaciones contributivas por desempleo. Sin embargo, la riqueza, sobre todo, la inmobiliaria, no contribuirá positivamente al crecimiento del consumo en 2011 dada la caída esperada de precios de la vivienda. En cualquier caso, el gasto privado continuará apoyado por tipos de interés relativamente bajos que mantendrán la carga financiera de los hogares en niveles similares a los observados este año. Por último, si bien la incertidumbre permanecerá relativamente elevada, no se esperan aumentos significativos de la tasa de ahorro asociados a episodios de pérdida de confianza por parte de los consumidores. En consecuencia, se prevé que el gasto en consumo de los hogares crezca débilmente en 2011, incrementándose en torno a un 1%. En cuanto a la inversión empresarial, se prevé que, a la luz de debilidad de la recuperación de la demanda final tanto en Europa como en España, se observen avances moderados en los beneficios empresariales, así como una menor presión a la baja en el coste real del uso del capital. Ambos factores, unidos a la reducción escalonada de la incertidumbre en los mercados financieros, contribuirán de forma positiva a un crecimiento moderado de la inversión en equipo y otros productos, que aún así se mantendrá por debajo de los registrados en el periodo anterior a la actual crisis económica. Por otro lado, durante 2011 la inversión en vivienda seguirá ralentizando su caída, aunque esto no será suficiente para cerrar el año con tasas de crecimiento positivas. Hacia delante, el sector inmobiliario continuará observando una corrección de los desequilibrios acumulados durante los últimos años y existe incertidumbre sobre el impacto que tendrá sobre la demanda el adelantamiento de las ventas que se ha producido en 2010 como consecuencia de la eliminación de los beneficios fiscales a la compra para buena parte de los hogares. Por el contrario, 2011 será el año en el que podría comenzar a recuperarse, aunque muy tímidamente, la iniciación de nuevas viviendas.

Finalmente, y en lo que respecta al sector exterior, nuestras previsiones apuntan a un crecimiento robusto de las exportaciones españolas en 2011, si bien de una magnitud menor a la esperada para el conjunto de 2010. Como ya hemos mencionado anteriormente, los factores principales de esta fortaleza recaen en las ganancias de competitividad medidas a través de los costes laborales unitarios, y sobre todo en la creciente diversificación geográfica de las exportaciones españolas. Detrás de la desaceleración respecto al cierre previsto para 2010, se encuentra fundamentalmente la debilidad de la demanda en la UEM (receptor de cerca del 60% de nuestras exportaciones), que previsiblemente se traducirá en un crecimiento del PIB en Europa del 1,2% (1,6% en 2010). En síntesis, las exportaciones de bienes y servicios españoles se siguen perfilando como soporte a la recuperación de la actividad económica tanto en el corto como en el medio plazo.

## **Sin embargo, se mantiene la incertidumbre respecto al dinamismo de la recuperación**

Si bien es cierto que las previsiones macroeconómicas en este informe muestran unas tasas de crecimiento ligeramente por encima de las publicadas en nuestro escenario anterior, es necesario resaltar que todavía persisten factores que podrían dar lugar a un empeoramiento de las perspectivas para la economía española en 2011. En primer lugar, una desaceleración más pronunciada de la economía global de la que se prevé hoy día, como consecuencia de un menor crecimiento de la demanda interna en países desarrollados para 2011 y/o un aumento significativo del ritmo de la apreciación del euro observado en las últimas semanas, podría debilitar la contribución al crecimiento de las exportaciones españolas por tres vías: un menor volumen de comercio global aparejado a una reducción de la actividad exportadora de la economía española; una menor penetración en los mercados extra-UEM; y, finalmente, la sustitución de importaciones intra-UEM por importaciones extra-UEM en el conjunto de la unión monetaria. Toda vez que en 2011 la contribución del sector público será negativa y que la demanda interna privada probablemente se mantendrá débil, la pérdida de fortaleza del sector exportador afectaría negativamente a la recuperación de la economía española.

En segundo lugar, y como venimos enfatizando en los últimos meses, sin duda alguna el principal riesgo para la economía sigue procediendo de los mercados financieros. En este sentido, como se comenta en detalle en la Sección 4.b. de este informe, es necesario que el gobierno mantenga un cumplimiento riguroso de los objetivos de déficit público a todos los niveles y que los mercados continúen otorgando una diferenciación positiva a España como consecuencia de la no relajación del impulso reformador recientemente adoptado. En caso contrario, el incumplimiento de dichos objetivos podría dar lugar a episodios de tensiones de liquidez similares a los registrados en mayo y junio de 2010, condicionando la recuperación de la economía española. Conviene recordar que el respiro otorgado por los mercados de capitales a la economía española es condicional y que cualquier esfuerzo en aras de aumentar la transparencia y reducir la incertidumbre será bien valorado.

Por último, también existen riesgos al alza. En particular, el éxito de políticas monetarias heterodoxas en países desarrollados podría dar lugar a un período de mayor crecimiento en la demanda interna. Asimismo, una aplicación ambiciosa de la reforma laboral podría transformarse en una reducción más intensa del desempleo y de la temporalidad que la descrita en esta publicación. Finalmente, una agenda de reformas estructurales que garantice la sostenibilidad a largo plazo del sistema de pensiones, que aumente la eficiencia de los sistemas de financiación de las AA.PP., o resuelva los problemas de regulación en los mercados de bienes y servicios propiciaría un entorno macroeconómico más favorable, que incentivaría la actividad empresarial y la creación de empleo, acelerando la recuperación.

## 4. La necesaria consolidación e intensificación del proceso de reformas

Como se ha explicado en las secciones anteriores, durante los últimos meses ha habido un proceso de diferenciación positivo para la economía española como resultado de una serie de acciones que permitieron que los ahorradores externos y domésticos constataran la mejora relativa de sus fundamentales. Sin embargo, la economía española enfrenta todavía riesgos importantes y es necesario que se tenga conciencia de la necesidad de mantener el sentimiento de urgencia con el que se acogieron varias de las reformas implementadas durante el verano. En particular, es necesario que se consolide y avance el proceso de reestructuración de una parte acotada del sistema financiero español, acelerando en lo posible su transformación y redimensionamiento, y asegurando la adopción de niveles de capitalización consistentes con los requerimientos que marca la nueva regulación bancaria a nivel mundial. Asimismo, las AA.PP. necesitan continuar garantizando que los objetivos de déficit fiscal son una prioridad. La buena marcha de los ingresos públicos augura que el Estado cumplirá con su compromiso de alcanzar un déficit del 5,9% del PIB a fin de año y que éste se podría alcanzar incluso con alguna holgura. En caso de ser así, cualquier mejora debería ser utilizada de cara a garantizar el cumplimiento del objetivo de 2011 y en ningún caso para relajar el gasto. El proceso de consolidación fiscal implica también una importante participación de las CC.AA. y de los gobiernos locales, que debe ir acompañado de reglas más eficientes que garanticen la estabilidad presupuestaria en los diferentes niveles de gobierno, y de más y mejor información sobre la ejecución presupuestaria a la opinión pública, en general, y a los mercados, en particular. Finalmente, aunque la reforma del mercado laboral supone un avance relevante, la incertidumbre sobre su desarrollo e implementación sigue siendo elevada, por lo que es difícil valorar su potencial impacto sobre la tasa de paro y sobre el crecimiento de la economía. Asimismo, esta reforma tiene que ser complementada con otras que continúen diferenciando a España respecto a otros países. Avanzar y consolidar estas reformas resultará crucial para crear un entorno más favorable a la inversión de las empresas y a la creación de empleo, acelerando la salida de la crisis de la economía española hacia un potencial de crecimiento mayor.

### 4.a. Sistema financiero español: una reestructuración que debe continuar

Tras la publicación de las pruebas de estrés en julio, la situación de los diferentes sistemas financieros europeos ha divergido considerablemente. Mientras que las entidades de países periféricos como Grecia, Portugal y, en particular, Irlanda, veían como sus primas de riesgo continuaban ascendiendo, los índices del sistema español conseguían desacoplarse y acercarse más a la media europea, manteniéndose prácticamente constantes desde julio. Esto se tradujo en una mejora en la capacidad de financiarse en los mercados internacionales, de forma que el 35% de las emisiones de los sistemas financieros europeos desde esa fecha han correspondido a entidades españolas y, en particular, a las de tamaño medio o grande.

El sistema financiero irlandés, muestra características que lo diferencian del español, como su elevado tamaño relativo (el doble del de España en proporción del PIB) y sus problemas de solvencia. En cuanto al segundo punto, las inyecciones de capital públicas podrían alcanzar más de 43 mil millones de euros en el escenario base del gobierno, cerca del 30% de su PIB, frente a un FROB español que apenas ha supuesto el 1% del PIB. Si bien en ambos casos la caída de los precios inmobiliarios estuvo en el origen de los problemas, la crisis irlandesa ha estado peor gestionada. Por ejemplo, las importantes garantías del estado a los pasivos bancarios para reforzar la liquidez no sirvieron para solucionar el problema de solvencia y la valoración de la situación del sistema fue demasiado optimista. Esto obligó a que a la inyección de capital inicial en Anglo Irish siguieran otras tres (hasta suponer el 70% del total de inyecciones), y que se tuvieran que elevar varias veces los *haircuts* del “banco malo” NAMA.

En el caso español, la reestructuración del sistema financiero sólo ha comenzado y debe seguir siendo impulsada. En términos de sobrecapacidad, los cierres de oficinas ya anunciados, que en media suponen un 12% del total, están aún lejos del 25% necesario de acuerdo a los cálculos realizados en términos de eficiencia. Estos cambios podrían realizarse sin afectar fundamentalmente al modelo de negocio español, caracterizado por una poblada red de oficinas y un número reducido de personal por oficina.

En segundo lugar, la depuración de las carteras de activos todavía no ha finalizado y parte de los préstamos refinanciados volverán a ser morosos, por lo que el ciclo de morosidad podría no haber

alcanzado su máximo en todas las entidades. Esto es especialmente importante en un momento en que la entrada en vigor del nuevo calendario de provisiones del Banco de España está erosionando los resultados de las entidades, también por la vía de los activos adjudicados. Aunque los problemas de solvencia del sector son acotados y asumibles, están concentrados en un conjunto de entidades que debe acometer medidas adicionales. Además, estos cambios deben implementarse en el transcurso del proceso actual de desapalancamiento del sector privado. Como la experiencia histórica demuestra, las crisis bancarias suelen venir acompañadas por un proceso de desapalancamiento prolongado, que en media dura unos nueve años<sup>5</sup>, y que debería acercar la deuda a sus niveles de equilibrio de largo plazo. Una cuarta parte del crédito español corresponde a las empresas inmobiliarias y constructoras, que deben desapalancarse a favor de sectores más productivos en el futuro. Además, el endeudamiento debe contenerse para que la carga financiera que soportan familias y empresas continúe en niveles sostenibles.

Por último, aún se debe constatar la efectividad de las reformas implementadas. Tras las operaciones anunciadas, las cajas que operan en el mercado han pasado de ser 45 a 18, y su tamaño medio ha aumentado de alrededor de 30 mil millones de euros a unos 70 mil millones. Sin embargo, aún no se han perfilado totalmente los planes de integración, no se opera conjuntamente en las entidades fusionadas y ninguna de ellas ha acudido a los mercados a obtener financiación de forma conjunta.

Cuadro 2

**Tamaño medio de las Cajas de Ahorros en España**

	Entidades participantes	Entidades resultantes	Activos totales (Miles de millones de EUR)	Activos/ Entidad (Miles de millones de EUR)
Total reestructuración	39	12	1.180	98
Resto	6	6	103	17
Total Cajas tras la reestructuración	18	18	1.283	71
Total Cajas antes de la reestructuración	45	45	1.283	29

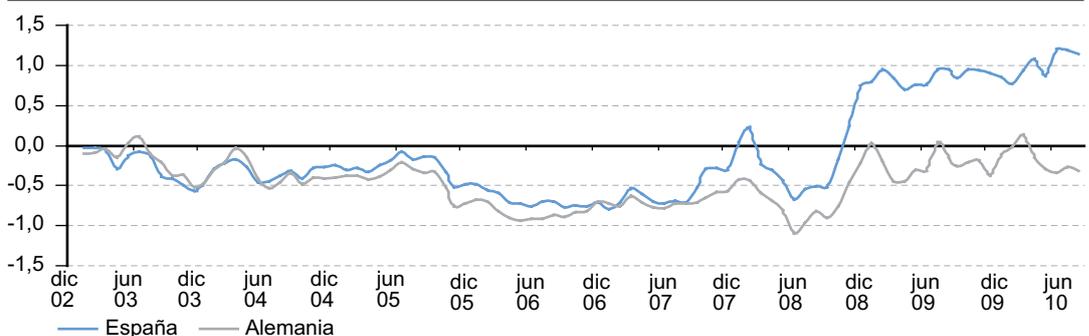
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

En definitiva, la reestructuración del sistema financiero español no se puede dar por finalizada. El que el proceso se haya desarrollado más lentamente durante el último trimestre está teniendo consecuencias negativas sobre la competencia en los mercados. Un ejemplo es que las dificultades para obtener financiación de inversores extranjeros de algunas entidades se reflejen en unos mayores precios ofertados en los depósitos, lo que afecta negativamente a los márgenes. Desde finales de 2008, el diferencial entre el precio pagado por los nuevos depósitos a un año y el euribor se ha incrementado en España en unos 150 puntos básicos. Esta tendencia no se aprecia en otros sistemas financieros europeos, como en Alemania, donde este diferencial apenas ha variado durante la crisis.

En el sistema financiero español actual, el impulso a la reestructuración en marcha debe venir tanto de la propia industria como de los supervisores y resto de autoridades del sistema, de forma que el sistema financiero español afronte el mundo post-crisis desde una posición sólida.

Gráfico 23

**España: diferencial entre el tipo de interés de los depósitos a plazo y el euribor 12 meses (pp)**



Fuente: BBVA Research a partir de datos del Banco de España

5: Véase Reinhart, C. M. y V. R. Reinhart (2010): "After the Fall", NBER Working Paper 16334.

## 4.b. La consolidación fiscal en todos los niveles de gobierno: haciendo de la necesidad virtud

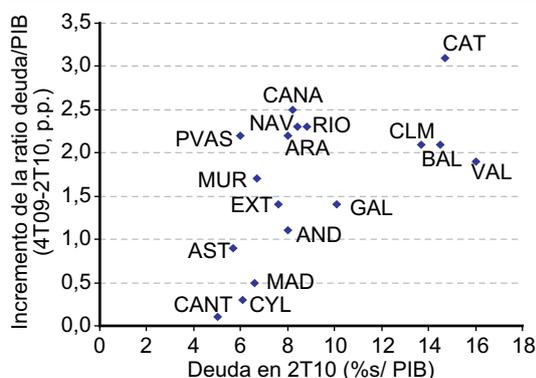
El proceso de consolidación fiscal es la piedra angular de las reformas implementadas durante los últimos meses en la economía española. A este respecto, el compromiso con la sostenibilidad presupuestaria demostrado por el Gobierno al establecer objetivos factibles al tiempo que ambiciosos ha sido uno de sus mayores activos para tratar de ganar la confianza de los ahorradores externos y domésticos. En particular, el Gobierno anunció el pasado mayo el cambio en los objetivos de déficit público para los años 2010 y 2011, adelantando parte del proceso de consolidación inicialmente previsto para años posteriores. Tanto entonces como en la presentación de los Presupuestos Generales del Estado para el año 2011, el Gobierno ha puesto énfasis en las reducciones de gasto como fuente principal de la reducción del déficit. Como ya se ha dicho en anteriores ocasiones, esta estrategia de consolidación es la más adecuada, porque refuerza la credibilidad del proceso de ajuste y minimiza su impacto sobre el crecimiento a medio plazo.

Este cambio de política económica hacia una mayor austeridad fiscal, junto con los resultados de las pruebas de esfuerzo al sistema bancario español, ha sido muy bien recibido por los mercados, de manera que el Tesoro ha podido colocar sus emisiones en los últimos meses con diferenciales sobre los bonos alemanes significativamente menores que los alcanzados en los meses de mayo y junio. Esta mejor percepción por parte de los mercados de la deuda pública del Estado también ha permitido que los diferenciales de España se hayan desacoplado de los de Irlanda y Portugal, que han aumentado considerablemente desde mediados de agosto.

Sin embargo, esta reducción del riesgo soberano de España no ha sido generalizada sino más bien selectiva: ha afectado a la deuda del Estado, pero no a las CC.AA., sobre cuya deuda se han mantenido las tensiones financieras. Las dudas y las incertidumbres existentes, que parten del elevado crecimiento de la deuda en los últimos trimestres (véase el Gráfico 24), han provocado que las necesidades de financiación de las CC.AA. durante los últimos meses no hayan podido cubrirse con emisiones en mercados mayoristas (véase el Gráfico 25), y han obligado a hacerlo mediante emisiones privadas, líneas de crédito, etc., o incluso, con emisiones en mercados minoristas.

Gráfico 24

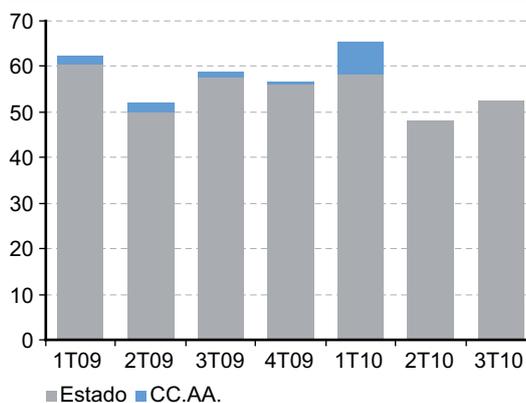
### Deuda de las CC.AA.



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Gráfico 25

### España: emisiones de deuda pública (miles de millones de euros)



Fuente: BBVA Research a partir del Tesoro y Bloomberg

Estas dificultades en la financiación del déficit para una parte de las AA.PP. alertan de que el éxito del proceso de consolidación fiscal exige también una importante participación de las CC.AA. y de los gobiernos locales. Para garantizar que tales administraciones asumen la parte que les corresponde del ajuste, sería conveniente introducir reglas más eficientes que garanticen la estabilidad presupuestaria en los diferentes niveles de gobierno, y mejorar la calidad y cantidad de información sobre la ejecución presupuestaria que se ofrece a la opinión pública en general, y a los mercados, en particular. En ausencia de esta política proactiva de mayor información y transparencia por parte de todas las AA.PP., y no sólo por el Estado, la incertidumbre respecto a la calidad de las finanzas del conjunto de AA.PP. podría prolongarse en el tiempo lo que implicaría el mantenimiento de primas de riesgo innecesariamente elevadas para una parte de la deuda pública española. En otras palabras, el rigor del ajuste fiscal es una condición necesaria pero no suficiente para normalizar la situación: los mercados

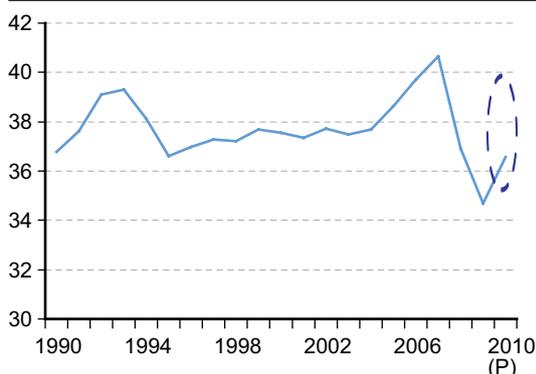
exigen también una información puntual y abundante sobre la ejecución presupuestaria, que muestre claramente que la consolidación fiscal avanza al ritmo previsto y que los objetivos presupuestarios anuales se alcanzarán satisfactoriamente. En estas circunstancias, los gobiernos regionales tienen que hacer de la necesidad virtud.

### La evolución de los ingresos públicos apunta a que el Estado podría tener cierta holgura a final de año para cumplir su objetivo de déficit

La evolución reciente de las finanzas públicas del Estado ha puesto de manifiesto que es muy probable que el objetivo de déficit para 2010 se cumpla y que incluso exista cierta holgura para ello. La principal explicación de esta buena ejecución presupuestaria tiene que ver con el comportamiento de los ingresos públicos, que están creciendo en lo que se lleva de 2010 por encima de lo presupuestado inicialmente, y también por encima del PIB (véase el Gráfico 26). En particular, la implementación de medidas extraordinarias como la supresión de la deducción de 400€ en el IRPF o el aumento en el tipo del IVA explican en parte que los ingresos públicos puedan llegar a ser hasta 2 puntos porcentuales del PIB más elevados en 2010 que en 2009. En particular, los ingresos ligados al IVA han tenido una evolución satisfactoria debido, en parte, a la recuperación de la demanda interna durante el primer semestre, pero, sobre todo, a las menores devoluciones respecto a 2009 y al pago de los aplazamientos realizados en ejercicios pasados. Asimismo, la recaudación por IRPF podría acabar situándose en 2010 medio punto del PIB por encima de lo observado en 2009, a pesar del contexto de contracción de la renta de las familias (véase el Gráfico 27). Como ya se adelantaba en números anteriores de esta revista, en ambos casos, la recuperación de los ingresos implica que parte de la caída de los mismos observada en 2009 habría sido temporal.

Gráfico 26

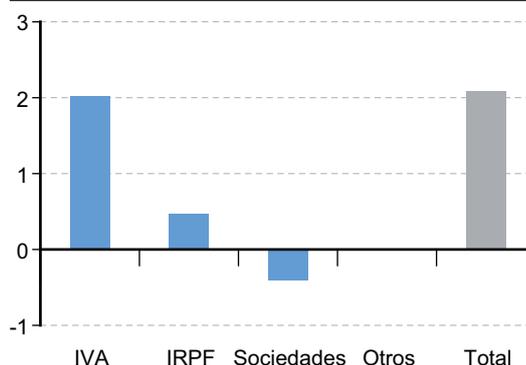
#### España: ingresos de las AA.PP. (% PIB)



P: previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 27

#### España: previsiones sobre cambios en los ingresos de las AA.PP. en 2010 (% PIB)



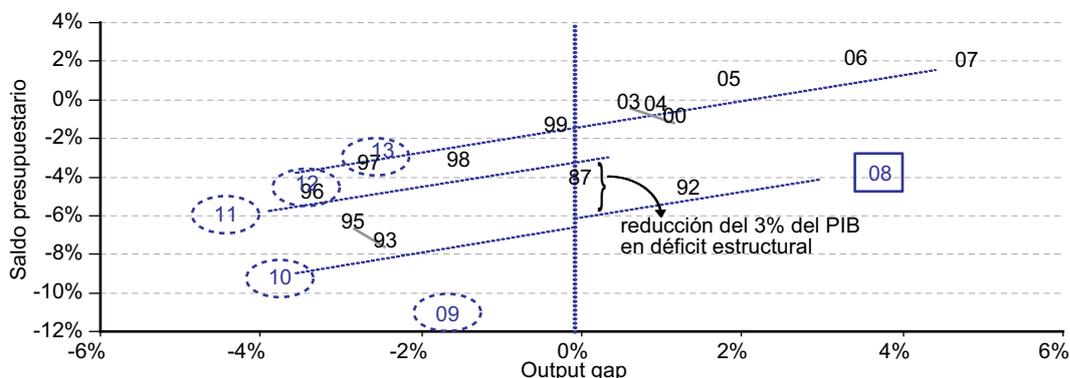
Fuente: BBVA Research a partir de MEH

### Cualquier mejora presupuestaria que pueda producirse en 2010 deberá ser aprovechada para reducir el déficit, manteniendo un estricto control del gasto

La evolución de la ejecución presupuestaria conocida hasta el mes de septiembre permite contemplar la posibilidad de unos ingresos públicos por encima de lo previsto. De hacerse realidad esta percepción, el Estado debería aprovechar la situación para reducir el déficit de 2010 por debajo del objetivo previsto del 5,9% del PIB. Esta opción sería muy recomendable por dos razones. En primer lugar porque ello supondría una sorpresa positiva que sería muy bien recibida por los mercados. Y en segundo lugar, porque facilitaría el cumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria en los años siguientes, en los que la mejora de los ingresos previsiblemente contribuirá menos que en 2010 a la reducción del déficit, exigiendo un mayor recorte del gasto. Así, para alcanzar el objetivo de un déficit del 6% del PIB a final de 2011, se debería observar una reducción de los empleos de casi 2 puntos y medio del PIB. De estos, una parte se conseguirá directamente con medidas ya implementadas, como la disminución de salarios públicos, los ajustes en la oferta de empleo o el recorte de inversiones, y la otra se alcanzará con la no renovación de los planes discrecionales de gasto ya anunciada.

Gráfico 28

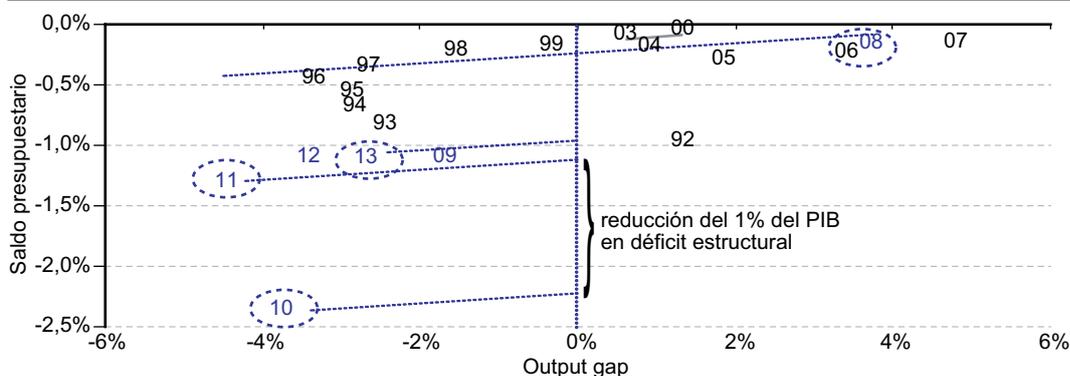
**España: saldo presupuestario del conjunto de AA.PP. vs Output Gap (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 29

**España: saldo presupuestario de las CC.AA. vs Output Gap (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

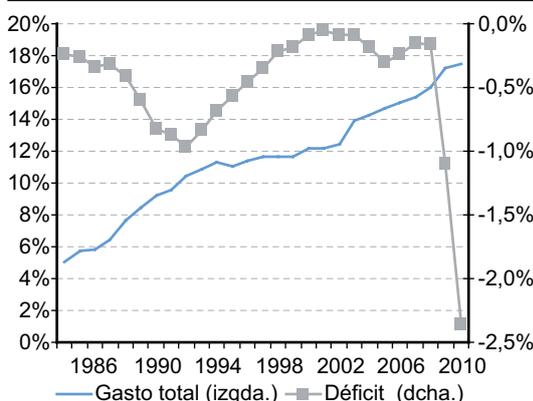
**Para ayudar a solventar las dudas de los mercados, los gobiernos regionales deberían ofrecer más y mejor información en tiempo real sobre su ejecución presupuestaria**

Pero a pesar de la buena marcha de la ejecución presupuestaria del Estado, los mercados siguen manifestando sus dudas sobre la capacidad del conjunto de las AA.PP. para alcanzar los objetivos de estabilidad presupuestaria. En parte, ello se debe a los esfuerzos necesarios para alcanzar estos objetivos. Así, una tercera parte de la reducción del déficit público en 2011 se apoya en una reducción del déficit estructural (véase el Gráfico 28), y en particular, este esfuerzo de ajuste debe ser realizado por las CC.AA. (véase el Gráfico 29).

Precisamente, una de las cuestiones que se pueden considerar distintas entre la situación actual y otras fases recesivas que ha atravesado la economía española es el mayor peso de las Administraciones Territoriales, y en particular de las CC.AA., en el gasto público total y en el déficit público. La transformación del Estado de las Autonomías ha supuesto que las CC.AA. gestionen prácticamente el mismo volumen de gasto que el Estado. En 2008, el gasto del Estado supuso el 15,2% del PIB, mientras que el de las autonomías se situó en el 16% del PIB. La distinta composición del gasto entre unas y otras administraciones hace que el impacto cíclico no sea el mismo, entre otras partidas, por el gasto en prestaciones por desempleo. En 2009, el gasto del Estado se elevó al 19,6% del PIB, mientras que el incremento del gasto autonómico fue menor, hasta el 17,2%. Parte de este cambio se verá corregido cuando finalmente se liquiden las entregas a cuenta correspondientes a la financiación territorial de 2009, aunque la información oficial disponible refleja que la contribución de las CC.AA. al incremento del déficit es considerablemente menor que la del Estado.

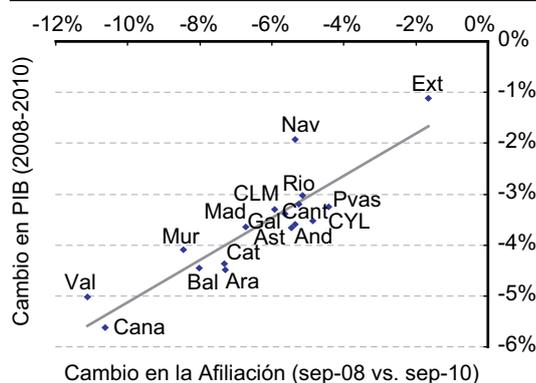
En cualquier caso, las CC.AA. se han convertido por primera vez en un actor relevante en la gestión de la financiación pública, inexistente en crisis anteriores. De hecho, el objetivo de déficit corriente del 2,4% del PIB para 2010 se sitúa muy por encima del 1% alcanzado en 1992 (véase el Gráfico 30), y supone que las CC.AA. aportan casi un 26% del déficit total previsto para el sector público en su conjunto (9,3%). Aunque su volumen de deuda (9,8% del PIB en 2T10) suponga solamente una sexta parte de la deuda pública española, el calendario de refinanciaciones de la deuda autonómica, la existencia de cláusulas de “no bail-out” en la legislación y el fuerte crecimiento del déficit en los dos últimos años han puesto a las CC.AA. en el punto de mira de unos mercados, que muestran dudas sobre el cumplimiento de los objetivos para los gobiernos regionales del Plan de Estabilidad, dado el coste político que para los gobiernos autonómicos tendría una reducción significativa de su gasto antes de las elecciones autonómicas de los próximos meses.

Gráfico 30  
**CC.AA.: déficit y gasto (% PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 31  
**España: caída del PIB y de la afiliación en la crisis**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y MTIN

Sin embargo, la percepción de que existe un elevado riesgo fiscal en el conjunto de las CC.AA. se apoya en parte en un análisis excesivamente agregado y, en ocasiones superficial de la situación que ignora las importantes diferencias entre las mismas en términos de especialización productiva, respuesta al ciclo económico, niveles de deuda y perfiles de acumulación de la misma en los últimos trimestres. Por ejemplo, el Gráfico 31 muestra que la caída del PIB y del empleo registrada durante los dos últimos años ha variado significativamente entre comunidades. Así, mientras que Extremadura ha mantenido niveles prácticamente constantes de ambas magnitudes, los que la deja con una base fiscal prácticamente inalterada, otros territorios como Canarias o la Comunidad Valenciana han experimentado caídas muy significativas de renta y empleo, con el consiguiente efecto sobre sus ingresos tributarios.

La información disponible hasta la fecha, muy heterogénea en volumen y formato de presentación por CC.AA., permite anticipar que algunas de ellas podrían alcanzar el objetivo de déficit fijado para el año 2010. Las restricciones al nuevo endeudamiento pactadas en el Consejo de Política Fiscal y Financiera del 15 de julio de 2010 y el control que la Administración Central ha impuesto sobre las cuentas y la deuda regionales han supuesto avances importantes que aumentan la probabilidad de cumplimiento del objetivo de déficit. En cualquier caso, para mejorar el análisis de las cuentas públicas autonómicas, y para la correcta discriminación por parte del mercado de la posición fiscal de cada una de ellas, sería muy conveniente disponer de información sobre escenarios plurianuales de ingresos y gasto y sobre los planes concretos de ajuste fiscal, así como de estimaciones del impacto del nuevo sistema de financiación autonómica sobre las cuentas públicas de cada comunidad, y de información clara, accesible y rápida sobre la evolución de los ingresos y gastos del año en curso. La información sobre la ejecución presupuestaria con frecuencia mensual, como la que realiza el Estado, solo está disponible en unas pocas CC.AA., siendo parcial en la mayoría de ellas, por lo que urge que estas administraciones ofrezcan la información detallada y clara que los mercados mayoristas requieren puntualmente, para despejar las incertidumbres existentes y contar con financiación a precios más reducidos.

Cuadro 3

**Grado de transparencia en la información sobre las cuentas públicas de las CC.AA.**

Ejecución presupuestaria	CC.AA. Con información	
	Número	% s/ total CC.AA.
Completa y mensual	6	35%
Completa y al menos trimestral	9	53%
Algún tipo de información (completa o incompleta)	12	71%
Sin información	5	29%
<b>Disponibilidad de datos sobre ejecución presupuestaria en Internet</b>		
Fácil	7	41%
Difícil	4	24%
Inexistente	6	35%
<b>Disponibilidad de datos de deuda pública en internet</b>		
Composición de la deuda	4	24%
Información actualizada sobre composición de la deuda	1	6%
Inexistente	12	71%
Presupuestos plurianuales	0	0%
Información presupuestaria periódica en inglés	3	18%

Fuente: BBVA Research

**Es necesario avanzar en la implementación de nuevos mecanismos de control sobre las cuentas de los gobiernos locales y regionales**

Desde hace meses, la Unión Europea se ha embarcado en una profunda discusión sobre la mejora de la gobernanza en Europa como forma de corregir los desequilibrios existentes, algunos de los cuales se habían acumulado antes de la crisis y otros que, como los déficits fiscales, la recesión ha exacerbado. Ya se está avanzando en acuerdos y propuestas concretas para una corrección efectiva de estos desequilibrios, pero no parece razonable que las nuevas reglas no tengan una traslación similar a los distintos niveles de gobierno de cada país. Este no es un debate nuevo, y cuando se discutió el diseño del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en la UE, ya se planteó la conveniencia de modificar y aprobar reglas de equilibrio presupuestario para las AA.PP. españolas, con las que han estado funcionando durante años (Ley de Estabilidad Presupuestaria)<sup>6</sup>. En esta línea, en estos momentos es necesario empezar a diseñar nuevas reglas que permitan adaptarse al nuevo marco Europeo, reforzando las instituciones existentes (por ejemplo, el Consejo de Política Fiscal y Financiera) y coordinando anticipadamente la política fiscal de manera más efectiva. El denominado semestre europeo es un buen ejemplo de coordinación presupuestaria anticipada entre los países europeos, que requiere analizar las implicaciones de su implantación sobre el proceso presupuestario de las CC.AA. y en qué medida podrían implantarse reglas similares dentro del Consejo de Política Fiscal y Financiera.

Las distintas AA.PP. españolas deben tener en cuenta que los mercados discriminarán negativamente a aquellos gobiernos que no cumplan con los objetivos prometidos de estabilidad presupuestaria. La experiencia reciente de Irlanda y Portugal es un buen ejemplo de que las tensiones en los mercados aumentan muy rápidamente en cuanto arrecian las dudas sobre la consecución de los objetivos de déficit. La lección a extraer es clara: hay que valorar los riesgos a los que se enfrentan las cuentas públicas y no bajar la guardia en el proceso de consolidación presupuestaria. Entre los riesgos posibles merece la pena destacar los siguientes. En primer lugar, no todos los ingresos se están recuperando por igual: la recaudación del Impuesto de Sociedades continúa descendiendo y mantendrá su atonía mientras no se produzca una recuperación significativa y duradera de los beneficios de las empresas.

6: Véase, por ejemplo, González-Páramo, J. M. (2001): *Costes y beneficios de la disciplina fiscal: La Ley de Estabilidad Presupuestaria en perspectiva*. Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Economía y Hacienda; González-Páramo, J. M. (2003): "El Estado y las Haciendas Territoriales frente a los retos de la estabilidad presupuestaria", *Revista de Estudios Regionales*, 66, 19-39; y Corrales, F., R. Doménech y J. Varela (2002): "El Saldo Presupuestario Cíclico y Estructural de la Economía Española", *Hacienda Pública Española*, 162(3), 9-33.

De igual manera, la evolución de las cotizaciones sociales vendrá muy marcada por la recuperación del empleo. En segundo lugar, las elevadas tasas de crecimiento de los ingresos públicos -como el IVA- son temporales e irán moderándose en los próximos trimestres, con algunas incertidumbres sobre los niveles de los distintos ingresos públicos en relación al PIB. En tercer lugar, las previsiones de crecimiento nominal de los Presupuestos Generales del Estado para 2011 son ligeramente más optimistas que las que se presentan en esta publicación, lo que no implica necesariamente que no pueda alcanzarse el objetivo de déficit del 6% a finales de 2011. Como se ha enfatizado previamente, es posible que la holgura con la que se llegue al cierre de 2010 pueda ayudar a alcanzar el objetivo de 2011 con un crecimiento nominal menor para el próximo año si se mantiene un estricto control del gasto público a pesar de la mejora coyuntural de los ingresos. Finalmente, una parte del ajuste que se espera en el déficit para 2011 descansa en una significativa reducción del gasto por parte de todas las AA.PP. en un año electoral para la mayoría de Comunidades Autónomas y para todos los ayuntamientos.

Junto con los objetivos de déficit adquiridos en el Acuerdo Marco del 15 de junio de 2010, para cumplir con el Programa de Estabilidad y Crecimiento, y el nuevo procedimiento para las autorizaciones de endeudamiento de las CC.AA., que permite un mejor control por parte del Ministerio de Economía y Hacienda<sup>7</sup>, una parte muy importante de la disciplina presupuestaria de las CC.AA. la están imponiendo los mercados financieros. Como cualquier otro emisor, los gobiernos regionales tendrán que proveer a los inversores de la mejor información disponible para que estos evalúen correctamente el riesgo de su deuda. En ausencia de un mayor esfuerzo de transparencia e información detallada y puntual de los avances en el ajuste fiscal las dudas de los inversores seguirán siendo una barrera importante para una reapertura verdaderamente efectiva de los mercados mayoristas, sobre todo a nivel internacional.

#### 4.c. Reformas estructurales, renta per cápita y riesgo-país

Como esta revista ha venido argumentando en anteriores ediciones, avanzar y consolidar reformas estructurales resulta crucial para que la economía española pueda acelerar la recuperación hacia un potencial de crecimiento mayor. La evidencia a nivel internacional al respecto es muy concluyente, como así se muestra en la amplia literatura empírica sobre este tema<sup>8</sup>. Una forma sencilla de ilustrar los beneficios de un proceso de reformas que avance en la dirección adecuada se presenta en el Gráfico 32, donde se observa la relación entre renta per cápita y la capacidad estructural de un grupo de 16 economías avanzadas (incluida España). Para no desvirtuar la relación entre ambas variables por la distinta severidad de la crisis en 2009, en el eje vertical se ha representado la Renta Nacional Bruta por persona en edad de trabajar en 2008 (relativa a EE.UU.). En el eje horizontal se ha construido un indicador de la capacidad estructural (ICE) de estas economías, a partir de la información proporcionada por el FMI<sup>9</sup>, que aparece recogida en el Cuadro 4. Para transformar el indicador cualitativo en otro cuantitativo que permita llevar a cabo el análisis que aquí se presenta, se han asignado valores de 1 a 3 para cada uno de los tres niveles que considera el FMI, donde una mayor puntuación indica una mayor necesidad de implementar reformas estructurales. De esta manera, es posible obtener una puntuación media para cada país y para cada uno de los nueve indicadores que se presentan en el Cuadro 4.

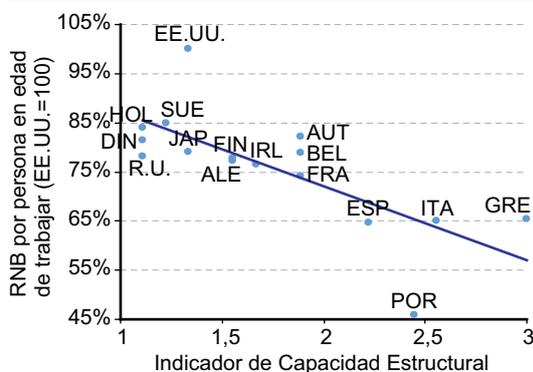
7: Junto con el seguimiento trimestral de la ejecución presupuestaria, desde 2010 las autorizaciones de endeudamiento que son competencia del Ministerio de Economía y Hacienda se hacen en tres tramos en los que su aprobación está condicionada al cumplimiento de los objetivos de reducción del déficit.

8: Véase, por ejemplo, Nicoletti, G. y Scarpetta, S. (2003): "Regulation, productivity and growth: OECD evidence", *Economic Policy*, vol 18 (36), 9 – 72, OCDE (2008), *Going for Growth*, Paris o de la Fuente, A. y R. Doménech (2010): "Ageing and Real Convergence: Challenges and Proposals", en J. F. Jimeno (ed.), *Spain and the Euro. The Ten First Years*. Banco de España. Madrid, 2010, así como las referencias incluidas en estos trabajos.

9: FMI (2010), *Regional Economic Outlook: Europe*. Washington.

Gráfico 32

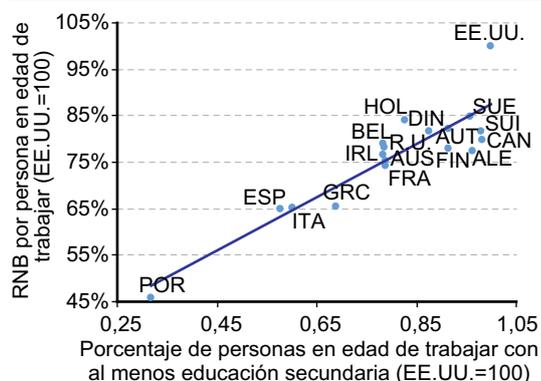
**Capacidad estructural y renta por persona en edad de trabajar (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de FMI y OCDE

Gráfico 33

**Capital humano y renta por persona en edad de trabajar (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

Cuadro 4

**Necesidad de Reformas Estructurales en Países Desarrollados**

Medio Plazo	ALE	FRA	HOL	BEL	ITA	ESP	POR	GRE	AUT	FIN	IRL	DIN	SUE	R.U.	EE.UU.	JAP	Media
Mercado de trabajo	2	3	2	2	3	3	3	3	2	1	1	1	2	1	1	1	1,9
Regulaciones empresas	2	2	1	3	2	3	2	3	2	2	1	1	1	1	1	2	1,8
Regulaciones de redes	1	2	1	1	2	1	2	3	1	2	3	1	1	1	1	2	1,6
Venta minorista	1	2	1	3	2	2	2	3	3	2	1	2	1	1	2	1	1,8
Servicios profesionales	3	2	1	2	3	2	2	3	2	1	1	1	1	1	1	1	1,7
<b>Largo plazo</b>																	
Instituciones y contratos	1	2	1	2	3	2	3	3	1	1	2	1	2	1	2	2	1,8
Capital humano	2	2	1	1	3	3	3	3	2	1	1	1	1	2	2	1	1,8
Infraestructuras	1	1	1	2	3	1	2	3	2	2	3	1	1	1	1	1	1,6
Innovación	1	1	1	1	2	3	3	3	2	2	2	1	1	1	1	1	1,6
<b>Media</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>

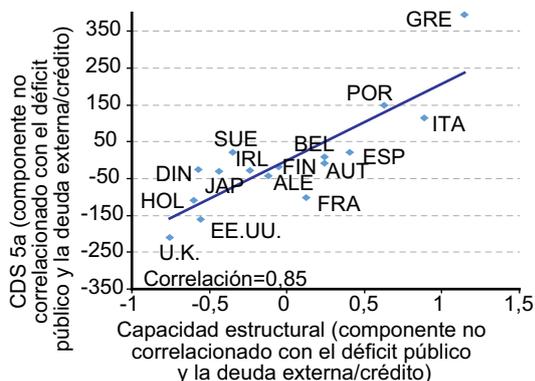
Fuente: FMI y BBVA Research

Como puede apreciarse en el Gráfico 32, la renta relativa por persona en edad de trabajar tiene una correlación muy elevada con el ICE (-0,73). En particular, España se encuentra próxima a la recta de regresión que permite predecir la renta relativa a partir del ICE, aunque ligeramente por debajo de ella, porque su tasa de empleo (ocupados entre población en edad de trabajar) es inferior a la de los restantes países de la muestra. España destaca sólo positivamente en 2 de los 9 factores analizados: nivel de infraestructuras y percepción sobre la regulación en los sectores de telecomunicaciones, gas y electricidad. Por el contrario, se encuentra por debajo de la media en los demás indicadores, sobresaliendo negativamente en áreas como la regulación en el mercado laboral y empresarial. Sin embargo, lo más preocupante es la distancia que se percibe en factores ligados a la productividad a largo plazo, como por ejemplo la dotación de capital humano y la innovación. Como el mismo cuadro pone de manifiesto, un amplio consenso y cambios en la legislación, en los diferentes niveles de gobierno, que permitieran seguir mejorando la regulación en los mercados de trabajo, bienes y servicios tendrían efectos positivos a medio plazo. Sin embargo, la mayor parte de las mejoras en el capital humano e innovación requieren un tiempo de maduración mayor para poder elevar el potencial de crecimiento de la economía. El Gráfico 33 muestra la enorme importancia del capital humano sobre la renta per cápita (la correlación entre ambas variables es igual a 0,90). En este gráfico, el capital humano se ha aproximado mediante el porcentaje de personas en edad de trabajar con al menos educación secundaria. Como puede observarse, el diferencial de España con respecto a otras economías avanzadas es significativo. Un aspecto preocupante del mismo es que, por la elevada persistencia temporal que tienen las variables demográficas, llevará un tiempo considerable reducir ese diferencial, incluso si a corto plazo el fracaso escolar de España se redujera a los niveles de los países con mejores resultados educativos y desaparecieran totalmente las diferencias en el capital humano de las cohortes que se incorporarán al mercado de trabajo en los próximos años.

El hecho de que las diferencias en la capacidad estructural de las economías tenga implicaciones sobre la capacidad productiva de cada una de ellas, explica por qué los mercados financieros están tan atentos a los avances de las reformas estructurales, particularmente en España. Así, la correlación entre el indicador de capacidad estructural construido anteriormente y la prima de riesgo-país, medida a través de los CDS a 5 años, es positiva y elevada (0,75): aquellos países que requieren más reformas estructurales son los que presentan mayores niveles de la prima riesgo-país. De hecho, de acuerdo con nuestros resultados, el indicador de capacidad estructural es la variable más robusta y estadísticamente significativa en análisis de regresión en los que se incorporan los determinantes habituales de la prima de riesgo como son el déficit público, la deuda pública, la deuda externa, el crédito, la posición financiera internacional, etc<sup>10</sup>. En los Gráficos 34 y 35 se presenta la elevada correlación existente (0,85) entre la variable ICE y la prima riesgo-país una vez que en ambas variables se elimina el efecto del déficit público y de la ratio deuda externa sobre crédito, y se obtienen sus componentes ortogonales respecto a estas últimas variables<sup>11</sup>. La relación positiva confirma que una de las preocupaciones de los mercados financieros internacionales tiene que ver con la capacidad de crecimiento de medio plazo de las economías. Muchas de ellas deben absorber una cantidad de deuda importante en el futuro, lo cual siempre será más fácil si familias, empresas y gobierno realizan este proceso de desapalancamiento en un contexto de elevado crecimiento económico. En resumen, seguir avanzando con determinación en el proceso reformador en España resulta importante no solo para generar mayores niveles de empleo y renta per cápita a medio y largo plazo, sino también para reducir la percepción del riesgo en los mercados financieros internacionales a corto plazo.

Gráfico 34

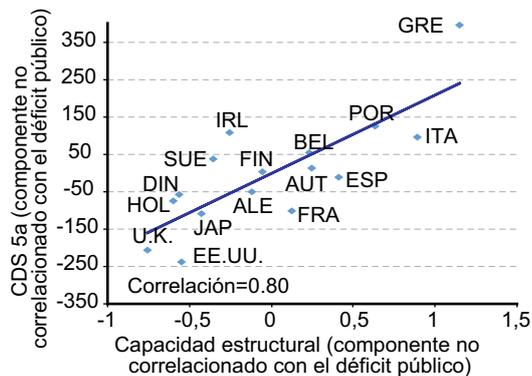
**Capacidad estructural y riesgo país**



Fuente: BBVA Research a partir de FMI

Gráfico 35

**Capacidad estructural y riesgo país**



Fuente: BBVA Research a partir de FMI

10: Véase Attinasi, M. G., C. Checherita, y Ch. Nickel (2009): "What Explains The Surge In Euro Area Sovereign Spreads During The Financial Crisis Of 2007-09?", Working Paper Series no. 1131, European Central Bank, y Sgherri, S. and E. Zoli (2009): "Euro Area Sovereign Risk During the Crisis", IMF Working Paper 09/222, International Monetary Fund. En ninguno de estos dos trabajos, a diferencia del análisis realizado en esta revista, se incluye un indicador de la capacidad estructural o potencial de la economía.

11: La pendiente de la recta de regresión que aparece representada en el Gráfico 34 es igual al coeficiente de regresión de la variable ICE en una ecuación en la que la variable dependiente es el CDS y que incluye el déficit público como regresor adicional.

## Cuadros

Cuadro 5

**Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto**

(Tasas anuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,6	2,7	2,3
UEM	2,9	0,3	-4,0	1,6	1,2
Alemania	2,8	0,7	-4,7	3,2	1,8
Francia	2,3	0,1	-2,5	1,6	1,4
Italia	1,4	-1,3	-5,1	1,1	0,8
España	3,6	0,9	-3,7	-0,2	0,9
Reino Unido	2,6	-0,1	-4,9	1,7	1,9
América Latina *	5,8	4,0	-2,4	5,8	4,2
Asia	7,6	4,2	2,0	6,8	5,5
China	14,2	9,6	9,1	10,1	9,2
Asia (exc. China)	5,2	2,1	-0,7	5,6	4,1
Mundo	5,3	3,0	-0,6	4,7	4,1

Fecha de cierre: 29 de Octubre de 2010

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela

\*\* Argentina, Chile, Colombia, Perú, Venezuela

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

**Previsiones macroeconómicas: tipos de interés a 10 años (promedio)**

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,6	3,6	3,2	3,0	2,4
UEM	4,2	4,0	3,3	2,7	2,4

Fecha de cierre: 29 de Octubre de 2010

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

**Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)**

Dólares (\$) por moneda nacional	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos (EUR por USD)	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
UEM	1,4	1,5	1,4	1,3	1,3
Reino Unido	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6
China	7,6	6,9	6,8	6,5	6,3

Fecha de cierre: 29 de Octubre de 2010

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

**Previsiones macroeconómicas: tipos de interés oficiales (fin de período)**

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,3	0,6	0,3	0,3	0,3
UEM	4,0	2,5	1,0	1,0	1,0
China	7,5	5,3	5,3	5,6	6,1

Fecha de cierre: 29 de Octubre de 2010

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

**UEM: previsiones macroeconómicas****(Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)**

	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo hogares	1,7	0,3	-1,1	0,7	1,1
Consumo AA.PP.	2,2	2,2	2,4	0,9	0,4
FBCF	4,6	-0,9	-11,3	-1,3	1,0
Equipo y otros productos	7,7	0,8	-15,7	1,6	1,4
Equipo	8,6	0,7	-17,4	2,8	1,4
Construcción	2,3	-2,2	-7,9	-3,7	0,2
Vivienda	1,1	-4,7	-10,8	-3,6	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>2,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>
Exportaciones	6,3	0,7	-13,1	9,1	4,4
Importaciones	5,8	0,8	-11,8	9,2	4,0
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>
<b>PIB pm (% a/a)</b>	<b>2,9</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>
<b>Pro-memoria</b>					
PIB sin inversión en vivienda	2,9	0,7	-3,6	1,9	1,2
PIB sin construcción	2,8	0,7	-3,6	2,2	1,3
Empleo total (EPA)	2,0	0,9	-1,8	-0,5	0,2
Tasa de Paro (% Activos)	7,5	7,6	9,4	10,1	10,2
Saldo cuenta corriente (% PIB)	0,1	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2
Saldo de las AA.PP. (% PIB)	-0,6	-2,0	-6,3	-6,8	-5,5
IPC media anual	2,1	3,3	0,3	1,6	1,7

(\*) Contribución al crecimiento del PIB

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 10

**España: previsiones macroeconómicas**  
**(Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Actividad</b>					
PIB real a precios de mercado	3,6	0,9	-3,7	-0,2	0,9
Consumo Privado	3,7	-0,6	-4,3	1,6	1,0
Consumo Público	5,5	5,8	3,2	0,2	-0,5
Formación bruta de capital fijo	4,5	-4,8	-16,0	-7,2	-1,8
Bienes de equipo	10,4	-2,5	-24,5	3,7	4,1
Construcción	3,2	-5,9	-11,9	-10,5	-4,6
Vivienda	2,5	-10,7	-24,5	-16,6	-6,5
Resto	4,0	-0,8	-0,1	-6,2	-3,3
Otros Productos	0,8	-4,1	-16,2	-10,9	-0,2
Variación de existencias (*)	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	4,4	-0,6	-6,4	-0,7	0,0
Exportación bienes y servicios	6,7	-1,1	-11,6	10,0	8,0
Importación bienes y servicios	8,0	-5,3	-17,8	6,9	3,8
Saldo exterior neto (*)	-0,8	1,5	2,7	0,6	0,9
PIB a precios corrientes	7,0	3,3	-3,1	0,4	2,1
Miles de millones de euros	1053,5	1088,1	1053,9	1057,6	1079,5
<b>Precios y Costes</b>					
Deflactor del PIB	3,3	2,4	0,6	0,5	1,2
Deflactor consumo hogares	3,2	3,5	0,1	2,3	1,3
IPC	2,8	4,1	-0,3	1,8	1,7
Remuneración por asalariado	4,8	6,4	4,1	1,4	1,5
Coste laboral unitario (CLU)	4,0	4,9	1,0	-0,7	0,3
<b>Sector exterior</b>					
Balanza comercial (% PIB)	-8,6	-8,0	-4,3	-4,6	-3,0
Balanza por Cuenta Corriente (% PIB)	-10,0	-9,7	-5,5	-4,8	-3,7
<b>Sector público</b>					
Deuda (% PIB)	36,2	39,7	53,2	63,6	69,7
Saldo AA.PP. (% PIB)	1,9	-4,1	-11,2	-9,3	-6,0
<b>Mercado de trabajo</b>					
Población activa, EPA	2,8	3,0	0,8	0,3	0,5
Empleo EPA	3,1	-0,5	-6,8	-2,2	-0,2
Variación en miles de personas	608,3	-98,3	-1369,7	-422,7	-35,9
Empleo CNTR (tiempo completo)	2,8	-0,5	-6,6	-2,3	-0,3
Tasa de Paro (% Población activa)	8,3	11,3	18,0	20,1	20,6
Productividad	0,7	1,4	2,9	2,1	1,2
<b>Hogares</b>					
Renta disponible real	2,8	2,4	1,6	-2,9	-1,1
Renta disponible nominal	6,1	6,0	1,7	-0,7	0,2
Tasa de ahorro (% renta nominal)	10,8	13,5	18,1	13,9	12,2

(\*) Contribución al crecimiento del PIB

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research



**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España y Europa:

*Economista Jefe***Rafael Doménech**

+34 91 537 36 72

r.domenech@grupobbva.com

## España

**Miguel Cardoso**

+34 91 374 39 61

miguel.cardoso@grupobbva.com

**Mónica Correa**

+34 91 374 64 01

monica.correa@grupobbva.com

## Europa

**Miguel Jiménez**

+34 91 537 37 76

mjimenezg@grupobbva.com

**Juan Ramón García**

+34 91 374 33 39

juanramon.gl@grupobbva.com

**Félix Lores**

+34 91 374 01 82

felix.lores@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

+34 91 374 33 42

arubiog@grupobbva.com

**Pep Ruiz**

+34 91 537 55 67

ruiz.aguirre@grupobbva.com

**Camilo Andrés Ulloa**

+34 91 537 84 73

camiloandres.ulloa@grupobbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

+34 91 374 58 87

juan.ruiz@grupobbva.com

**Isabel Mohedano**

+34 91 374 62 66

isabel.mohedano@grupobbva.com

Escenarios Financieros

**Maria Martínez Álvarez**

+34 91 537 66 83

maria.martinez.alvarez@grupobbva.com

**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo***José Luis Escrivá***Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:***Mayte Ledo**

teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@grupobbva.com

*España y Europa:***Rafael Doménech**

r.domenech@grupobbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:***Jorge Sicilia**

j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbva.compass.com

México

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Daniel Navia**

daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

**Henrik Lumholdt**

henrik.lumholdt@grupobbva.com

**Interesados dirigirse a:****BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@grupobbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: M-31254-2000