

Situación España

Tercer Trimestre 2011
Análisis Económico

- **Elevado crecimiento mundial, aunque con asimetrías y riesgos a la baja por la incertidumbre política.**
- **Las tensiones financieras amenazan con convertir a la crisis de deuda soberana en sistémica.**
- **España: sin cambios en el ritmo de los ajustes y reformas que compensen las mayores tensiones financieras internacionales.**

Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno internacional: la política se sitúa en el centro del debate económico.....	6
Recuadro 1. Aproximando el riesgo país.....	10
Recuadro 2. España: una menor dependencia de la financiación exterior que la de otros países periféricos.....	13
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	16
Recuadro 3. Las características diferenciales de las empresas exportadoras en España.....	28
Recuadro 4. Test de estrés: un ejercicio más transparente en España.....	31
Recuadro 5. La liquidación de 2009 del sistema de financiación regional: un primer análisis (Ángel de la Fuente - Instituto de Análisis Económico (CSIC)).....	33
4. Cuadros.....	36

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2011

1. Resumen

Sesgos a la baja sobre el crecimiento mundial

La economía mundial experimentó una leve desaceleración en el primer semestre del año como consecuencia de factores que, en su mayoría, parecen de carácter temporal, por lo que, en el escenario más probable, el crecimiento se mantendrá a un ritmo sólido (4,2% en 2011 y 4,4% en 2012). Sin embargo, los riesgos sobre estas perspectivas parecen ahora sesgados a la baja. En primer lugar, porque la recuperación en los países desarrollados es aún débil y propensa a las recaídas. En segundo lugar, porque los problemas fiscales, tanto en EE.UU. como en Europa, plantean enormes desafíos políticos y económicos. Por ejemplo, a pesar de que la solvencia del gobierno de los EE.UU. no está siendo puesta en duda, el riesgo de que las negociaciones alrededor del techo de deuda pública sólo promuevan soluciones a corto plazo y no un plan de consolidación fiscal creíble y sostenido en el tiempo, aumenta las posibilidades de un repentino aumento de sus tipos de interés a largo plazo.

Asimismo, en las últimas semanas una nueva ronda de tensión en los mercados de deuda soberana en Europa ha golpeado con fuerza a España e Italia y, por lo tanto, ha aumentado las posibilidades de crisis sistémica en Europa, con efectos secundarios más allá de la UE. En este contexto, el Eurogrupo acordó el 21 de julio medidas para hacer frente a los problemas de liquidez y solvencia que afectan de manera diferenciada a las economías involucradas. Para enfrentarse a potenciales problemas de liquidez se decidió mejorar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF por sus siglas en inglés) permitiéndole, por un lado, prestar de manera preventiva a los países solventes sin condicionalidad alguna y, por otro, comprar bonos soberanos en los mercados secundarios. En cuanto a la solvencia, se suavizaron las condiciones de los préstamos oficiales a los países intervenidos (Grecia, Portugal e Irlanda) y se llegó a un acuerdo con el sector privado para la reducción del valor presente neto de sus tenencias de deuda griega en un 21%.

Estos han sido, sin duda, importantes y, en algunos casos, inesperados pasos en la dirección correcta. Sin embargo, el problema no está completamente resuelto, como refleja la moderada reducción que se ha observado en las primas de riesgo de los países periféricos a raíz de los anuncios. Los mercados todavía están a la espera de conocer el alcance y puesta en marcha de las medidas anunciadas. Además, todavía hay pendientes tres líneas de acción que deben seguirse para resolver de manera definitiva la crisis. En primer lugar, los recursos del EFSF deben ser ampliados en una magnitud tal que pueda sustituir eficazmente al BCE en la compra de bonos en los mercados secundarios y proporcionar liquidez a todos los países que la necesiten. En segundo lugar, debe continuarse con la aplicación de los programas en los países intervenidos y en la elaboración de una agenda ambiciosa de reformas y ajustes en el resto de Europa y, especialmente, en aquellas economías que presentan mayores riesgos de ser excluidas de los mercados internacionales de financiación. En tercer lugar, Europa debe avanzar hacia una unión fiscal más estrecha que incluya, por un lado, la emisión de Eurobonos y, por otro, la implementación de estrictas reglas fiscales y el control de los presupuestos nacionales.

Para que la implementación de estas medidas sea exitosa, se necesita un consenso y un liderazgo político que exigen la realización de concesiones. Por un lado, los países periféricos deberán renunciar a una parte de su soberanía sobre política económica en beneficio de instituciones de la UE, de tal manera que el proceso de consolidación fiscal y de reformas estructurales en dichos países sea completamente creíble. A cambio de estos compromisos, el resto de países deberá ampliar el EFSF, avanzar hacia una futura emisión de Eurobonos y respaldar y promover soluciones que garanticen la sostenibilidad de la deuda de las economías intervenidas. Aunque este gran acuerdo acarrea costes y sacrificios, sus beneficios son mucho mayores, tanto en términos económicos como políticos, por el reforzamiento e impulso al proyecto europeo.

En España, las dudas sobre el alcance de algunas reformas y ajustes y las incertidumbres apuntan a que la recuperación continuará siendo débil

Tras comenzar el año con un avance trimestral del PIB del 0,3%, la economía española habría continuado mostrando en el segundo trimestre la atonía de la recuperación iniciada a principios de 2010, con un crecimiento intertrimestral en torno a tres décimas. Una vez más, las proyecciones realizadas a partir de los indicadores de coyuntura disponibles a la fecha de cierre de este informe indican que la composición del crecimiento sigue estando marcada por una clara dualidad entre la falta de dinamismo de la demanda interna y el empuje de la demanda externa neta. Aquí, hay que mencionar que las exportaciones son el único componente de la demanda agregada que ya supera su nivel pre crisis y que muestra una recuperación similar a la observada en la crisis de principios de los 90, a pesar de no contar actualmente con la depreciación de una moneda propia, como ocurrió entonces. Como se muestra en esta revista, las empresas exportadoras se caracterizan por su mayor tamaño, productividad e inversión en capital humano, físico y tecnológico; características todas ellas que sería beneficioso extender al resto de la economía. En sintonía con esta evolución dual de la demanda doméstica y exterior, tanto la ocupación como la oferta de empleo se mantuvieron prácticamente estancadas.

En el escenario más probable, la economía española continuará registrando los próximos trimestres tasas de crecimiento positivas, si bien se ha incrementado la incertidumbre respecto a la situación económica futura. Este aumento de la incertidumbre se produce a pesar de que algunos de los factores de riesgo que enfatizábamos hace tres meses (aumentos del precio del petróleo y de los tipos de interés) continúan evolucionando en línea con nuestras expectativas y, como se esperaba, van teniendo un impacto moderado sobre la actividad. Sin embargo, el nuevo repunte de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea, así como las dudas respecto a la capacidad de las comunidades autónomas para cumplir con sus objetivos fiscales y el alcance del proceso de reforma de la negociación colectiva, podrían ejercer una presión adicional a la baja sobre la confianza y las expectativas de crecimiento de la demanda interna, sobre todo hacia 2012.

El nuevo episodio de tensiones en los mercados financieros tendrá un impacto negativo como resultado del contagio directo que experimenta actualmente la prima de riesgo española. Hasta ahora, las necesidades de financiación de los agentes domésticos han sido cubiertas a través de una combinación de mayor generación de recursos internos y acceso a los mercados externos, aunque esto último en condiciones mucho menos favorables que antes del inicio de la crisis. Cuanto más persistentes sean el aumento en el precio de la financiación exterior y las mayores restricciones de oferta en los mercados internacionales, mayor será el impacto sobre el coste del crédito, lo que se añade a las preocupaciones sobre la recuperación de la demanda interna durante los siguientes meses.

En lo que respecta a los factores internos, no se han producido grandes cambios en la política económica durante los últimos tres meses. En primer lugar, el proceso de reestructuración del sistema financiero español continúa de acuerdo a la hoja de ruta especificada por el Banco de España. Las pruebas de resistencia muestran que las acciones implementadas durante el último año han mejorado la posición de la parte más débil del sistema financiero español y que las dudas se van disipando, aunque lentamente, respecto a las necesidades de capital de dichas entidades. No obstante, todavía queda por delante un importante trabajo de saneamiento y reestructuración en algunas entidades. Cuanto antes se complete este proceso, antes se podrá contar con más entidades solventes, eficientes y con acceso a la liquidez en los mercados internacionales.

En segundo lugar, dado el carácter improrrogable del proceso de consolidación fiscal, es deseable que la decepcionante desviación del gasto público durante el primer trimestre del año (y, previsiblemente durante el segundo) se corrija decisivamente durante el segundo semestre. En particular, las CC.AA. deben abordar seriamente los compromisos asumidos para 2011 y para los siguientes años, mientras que el Estado debe continuar utilizando todos los instrumentos a su alcance para incentivar su cumplimiento. La buena marcha de los ingresos garantiza que de cumplirse los objetivos de gasto, se alcanzarían las metas pactadas. Soluciones como la implementación de reglas fiscales aplicables a todas las AA.PP., similares a las propuestas en esta publicación hace tres meses, serán positivas a medio y largo plazo. Sin embargo, la situación probablemente requiere que se consideren nuevas medidas de ajuste fiscal que tengan un efecto inmediato a corto plazo.

Igualmente, no se han despejado las incertidumbres sobre el alcance y la efectividad de algunas reformas estructurales en marcha. Si bien la aprobación de la reforma de pensiones ha sido un paso importante para fortalecer el equilibrio financiero del sistema durante los próximos años, persisten las dudas en los mercados respecto a otras reformas. El contenido del Real Decreto-Ley de medidas urgentes para la reforma de la negociación colectiva no termina de resolver algunas de las deficiencias de la normativa previa. Aunque incorpora avances en algunas áreas, no introduce modificaciones sobre el mecanismo de determinación salarial vigente, posibilita que los convenios de ámbito superior puedan bloquear la negociación a nivel de empresas y restringe -pero no elimina- la ultraactividad de los convenios. Con una tasa de paro cercana al 21% es imprescindible que la tramitación como Proyecto de Ley en el Congreso mejore el texto de la reforma para incentivar de forma decidida la creación de empleo estable y eliminar las incertidumbres de las empresas sobre los instrumentos a su disposición y la flexibilidad con la que pueden hacer frente a problemas futuros.

En resumen, no se han producido cambios en el ritmo de los ajustes y reformas en marcha que compensen las mayores tensiones e incertidumbres en los mercados financieros internacionales. En este contexto, la situación actual exige acciones decididas y ambiciosas que disipen las dudas sobre la consecución de los objetivos fiscales, completen la reestructuración del sistema financiero e incentiven el crecimiento económico, para que la recuperación sea fuerte, sostenida y generadora de empleo.

2. Entorno internacional: la política se sitúa en el centro del debate económico

La economía mundial continuará creciendo con fuerza tras un bache en el primer semestre

La economía mundial experimentó una ligera desaceleración en la primera mitad del año, principalmente en EE.UU., aunque también en algunos países emergentes. No obstante, debido a que los factores que subyacen en la desaceleración son en su mayoría temporales por naturaleza (altos precios del petróleo, interrupciones en la cadena de suministro de Japón y malas condiciones climáticas), el crecimiento mundial está preparado para continuar a un ritmo sólido, al 4,2% en 2011 y al 4,4% en 2012 (véase el Gráfico 1).

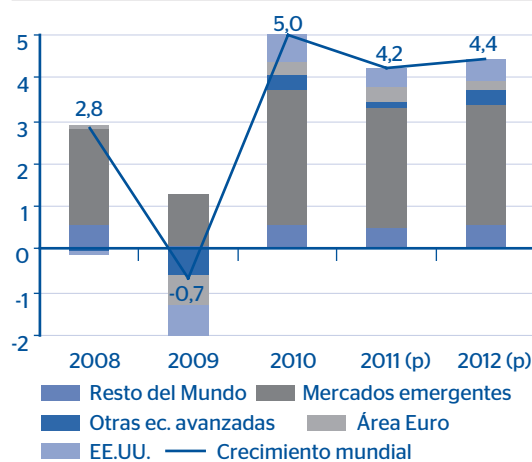
No obstante, los riesgos sobre la previsión están ahora más sesgados a la baja. Aunque la desaceleración en la actividad en EE.UU. debería ser temporal a medida que los precios del petróleo dejen de subir y las cadenas de suministro internacionales se restauren, la recuperación permanece débil y pueden producirse recaídas, como era de esperarse después de una crisis financiera con consumidores altamente apalancados. El reciente bache en EE.UU. ha servido de recordatorio de este hecho para los mercados, y puede influir en el sentimiento de los consumidores y los productores en el futuro.

Tanto en Europa como en EE.UU. las preocupaciones fiscales conllevan grandes desafíos para los responsables políticos. Debido a que los problemas de solvencia no se han afrontado en su totalidad, la crisis de deuda soberana en los países periféricos europeos se ha intensificado (véase el Gráfico 2), con el riesgo de que pase a ser sistémica a medida que la presión del mercado se extiende más allá de Grecia, Portugal e Irlanda hacia España, Italia y, potencialmente, Bélgica. Aunque su solvencia no se ha puesto en duda, EE.UU. también afronta el desafío de un gran ajuste fiscal a corto plazo, con el riesgo de que las negociaciones políticas se conviertan solamente en soluciones a corto plazo y no en un plan de consolidación a largo plazo. Esto aumentaría las probabilidades de un repunte repentino en las rentabilidades a largo plazo en EE.UU.

Finalmente, en las economías emergentes, las preocupaciones de recalentamiento han cedido ligeramente ya que las medidas de endurecimiento continúan ralentizando gradualmente el crecimiento en Asia y América Latina, aunque las políticas fiscales permanecen todavía mayoritariamente en un nivel acomodaticio, lo que concede un exceso de responsabilidad a las autoridades monetarias en un momento en que se mantienen las preocupaciones sobre la apreciación de los tipos de cambio en estas economías.

Gráfico 1

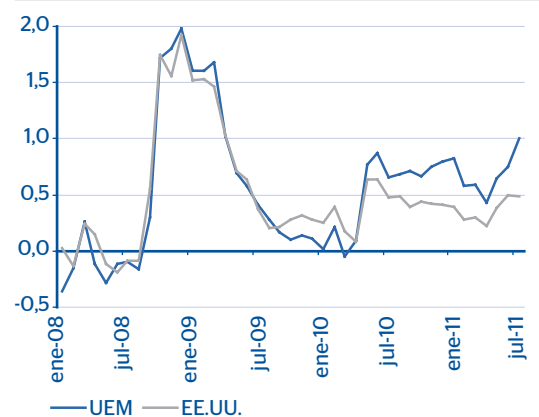
Crecimiento del PIB global y aportaciones (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2

Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Los soportes del crecimiento se mantienen en Europa

El PIB en la zona euro se ha estado desacelerando en los últimos meses, si bien no como consecuencia de un cambio sustancial en los factores que subyacen tras el crecimiento sino como resultado de una moderación hacia su tasa de crecimiento potencial tras la fuerte expansión observada en el primer trimestre de 2011, que se debió a factores temporales y que era, por lo tanto, insostenible.

El crecimiento de la región en su conjunto continúa beneficiándose de la robustez de la demanda global, sobre todo en los países centrales de la zona euro y, especialmente, Alemania. Pero, además, el aumento de la actividad en el conjunto de la zona también está tirando de las exportaciones en los países de la periferia, y es el principal motor de estas economías.

Como consecuencia del incremento del precio de las materias primas, la inflación en el conjunto de la zona euro aumentó rápidamente, principalmente por el impacto directo sobre los precios al consumo de la energía, pero también por los efectos indirectos sobre otros productos. Dicha evolución, junto con un ritmo de recuperación algo mayor del anticipado, favoreció la decisión del BCE de comenzar a endurecer la política monetaria. Sin embargo, dada la debilidad de la recuperación, los problemas financieros y de deuda soberana en algunos países, continuamos viendo un ciclo de subida muy gradual. Adicionalmente, las diferencias en la política monetaria entre regiones, con el BCE adelantándose en la subida de tipos de interés a la Reserva Federal, se dejará notar en un euro apreciado, claramente por encima de su nivel de equilibrio.

En general, los factores que subyacen al crecimiento se han comportado en línea con lo que esperábamos en nuestra última publicación, por lo que no existen grandes cambios en nuestra visión sobre la economía de la zona euro. En particular, el crecimiento mundial tan sólo se ha revisado ligeramente a la baja, mientras que el ciclo de subidas del BCE prácticamente se mantiene sin variaciones (sólo con el adelantamiento del ciclo de subidas de tipos en un trimestre). Por último, los procesos de consolidación fiscal evolucionan en líneas generales conforme lo anunciado, si bien con algunas medidas adicionales para corregir posibles desviaciones de los objetivos. En conjunto, todos estos factores no deberían drenar mucho más de una décima de crecimiento tanto en 2011 como en 2012. Las principales novedades van ligadas, sin embargo, a la evolución de la crisis soberana en Europa, como analizamos a continuación.

Ya es hora de que se afronten las preocupaciones sobre la solvencia en Europa, lo que requiere decisiones audaces y continuadas por parte de los políticos europeos

En las últimas semanas, una nueva oleada de tensión en el mercado financiero en Europa se ha extendido a España e Italia, y, por tanto, ha aumentado las posibilidades de que la crisis pase a ser sistémica en toda Europa (con repercusiones más allá de la UE). Esta situación ha sido el resultado de un retraso en la concesión del segundo paquete de ayuda a Grecia y de la insistencia para que los tenedores de bonos privados soporten parte del coste de una nueva ayuda financiera a este país, además de la falta de una solución exhaustiva a las preocupaciones de solvencia subyacentes en Grecia. Esta falta de decisión en Grecia se ha extendido a países sin problemas de solvencia como España e Italia (ver Recuadro 1), y, en consecuencia, al sector financiero europeo, que ha visto cómo se ha agotado su liquidez rápidamente.

En este contexto, con tanto en juego, el Eurogrupo llegó a un acuerdo el 21 de julio para afrontar dichas preocupaciones sobre la liquidez y la solvencia. Respecto a la liquidez, se decidió mejorar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), permitiendo préstamos de forma preventiva a los países solventes con problemas de liquidez –de forma similar a la Línea de Crédito Flexible del FMI– y la compra de bonos soberanos en mercados secundarios. Respecto a la solvencia, se suavizaron las condiciones de los préstamos oficiales a Grecia (y también se amplió a otros países del programa) y se llegó a un acuerdo con el sector privado para una reducción del valor presente neto de sus tenencias de deuda griega en un 21% mediante swaps de deuda y recompras.

Estas medidas suponen ciertamente grandes –y, en algunos casos, imprevistos– avances en la dirección correcta para solucionar la crisis financiera en Europa. Sin embargo, Europa sigue teniendo problemas, y esto se ha reflejado en una reducción en la prima de riesgo en los países periféricos que hasta ahora sólo es moderada. Aparte de la aclaración sobre algunos detalles técnicos de los acuerdos del 21 de julio, destacan cuatro líneas de acción principales que se

tienen que definir a futuro. En primer lugar, el EFSF debe ampliarse y financiarse previamente de forma consistente con su nueva capacidad para comprar bonos en los mercados secundarios y como proveedor de liquidez (incluso de forma preventiva) para países ajenos a un programa de la UE/FMI. En segundo lugar, Europa debe trabajar hacia una unión fiscal más integrada, que finalice con la introducción de los Eurobonos, que incluya normas fiscales generales y un estricto control de los presupuestos nacionales. En tercer lugar, las reformas económicas deberán seguir aplicándose de forma creíble en los países que actualmente se encuentran bajo un programa de ajuste y deberían establecerse agendas de reformas creíbles para el resto de la UE, especialmente para aquellos países en riesgo de quedar excluidos de financiación por parte de los mercados. En cuarto lugar, las autoridades de la UE deberían decidir finalmente cómo reducirán la deuda griega a un nivel sostenible y cómo acabarán con las preocupaciones sobre su solvencia, ya sea mediante un rescate público, alcanzando un consenso con el sector privado o acordando una suspensión de pagos ordenada.

Hasta que no se adopten estas cuatro medidas, Europa se enfrentará a elevados diferenciales soberanos (que no sólo afectarán a los países periféricos) y a una mayor reestructuración de la deuda en el futuro. Entre tanto, Europa continuará siendo proclive a "accidentes" que podrían llegar a generar una reestructuración de la deuda desordenada que podría tener un impacto mundial negativo.

Por tanto, es necesario un consenso político en el que los partidos y los países alcancen compromisos contundentes. Por una parte, los países periféricos deben presentar planes totalmente creíbles para reducir sus desequilibrios y realizar las reformas estructurales necesarias para aumentar su crecimiento potencial. No obstante, lo más probable es que la credibilidad sólo se logre renunciando a cierta soberanía de política económica en favor de las instituciones de la UE. A cambio de estos compromisos, los países del núcleo de la Eurozona deberían apoyar la expansión del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) para que actúe como un barrera de protección real para los países amenazados, ahora que se ha mejorado su funcionamiento, además de promover la creación de un Eurobono, que debería incluir una reducción de la soberanía fiscal en los países que se benefician del mismo.

Este gran acuerdo entre los países claves y los países periféricos seguramente supondrá costes, aunque sus beneficios serán seguramente mucho mayores y beneficiarán a todos los países de la UE: mayor estabilidad financiera y una recuperación más equilibrada y sostenible.

La consolidación fiscal en EE.UU. acapara la atención política

En EE.UU., la disputa política entre los dos enfoques contrarios (y altamente polarizados) respecto a la reducción del déficit ha añadido mucha confusión, aunque hasta el momento no ha aumentado la presión del mercado sobre los tipos estadounidenses. Esta situación reflejó la creencia de que se alcanzaría una solución para aumentar el techo de la deuda y evitar así el impago. Sin embargo, un acuerdo para aumentar el techo de la deuda sin un plan para una consolidación fiscal a largo plazo no afrontará las preocupaciones de sostenibilidad a largo plazo. Para que sea sostenible y adquiera credibilidad, un plan de reducción del déficit (i) deberá tener reducciones importantes en los primeros años; (ii) deberá estar apoyado ampliamente por ambos partidos y (iii) requerirá que los Demócratas acepten recortes en el derecho a gasto y los Republicanos estén de acuerdo en los aumentos de ingresos. Aquí, al igual que en Europa, el riesgo también recae en la tentación de retrasar la solución al problema, es decir, en posponer la solución para después de las elecciones de 2012 y aumentar así las probabilidades de un repunte en los tipos de interés a largo plazo.

La política también condiciona las perspectivas en muchos países en Latinoamérica

En menor grado, en Latinoamérica, muchos países también afrontan la incertidumbre derivada del transcurso futuro de la situación política. En algunos casos, procede de la debilidad percibida por algunos gobiernos al tener que hacer frente a cargos por corrupción o protestas masivas. En otros casos, es el resultado de cambios recientes en los gobiernos o la incertidumbre acerca del resultado de elecciones futuras. Aunque es cierto que el ciclo de elecciones en la región ha tenido menos influencia en el ciclo económico en la última década, es fundamental que este capital no se malgaste por grandes cambios políticos que se desvíen de las reformas económicas continuadas.

Las preocupaciones por el recalentamiento ceden ligeramente en muchas economías emergentes, aunque los riesgos globales y la apreciación de sus divisas pueden hacer que el endurecimiento de política sea más prudente

Las economías emergentes siguen mostrando riesgos de recalentamiento, aunque en general han retrocedido en cierto modo ante las medidas de endurecimiento y dificultades continuadas (en Asia) a causa de los mayores precios de las materias primas y el terremoto en Japón. Es importante destacar que se redujeron los riesgos de un aterrizaje violento de la economía China ya que el crecimiento en el segundo trimestre registró sólo una ligera desaceleración, en línea todavía con un aterrizaje suave. No obstante, la inflación en las economías emergentes es todavía una preocupación, y existe el riesgo de que los responsables políticos se queden “por detrás de la curva”, en algunos casos por mantener una actitud prudente acerca del entorno mundial y en otros casos por preocuparse acerca de una excesiva apreciación de la divisa.

Recuadro 1. Aproximando el riesgo país

Durante los últimos meses, las primas de riesgo de algunas de las economías desarrolladas europeas han aumentado vertiginosamente mientras que las de las economías emergentes han permanecido en niveles relativamente bajos para sus medias históricas. Parte de esta asimetría es el resultado de cambios en las variables fundamentales, con un relativo deterioro de la sostenibilidad de las cuentas públicas en los países occidentales frente a niveles más sólidos en las economías emergentes. Prueba de lo anterior es que estas últimas han avanzado notablemente en la mejora de la solvencia de las cuentas externas y presentan, actualmente, niveles mucho más adecuados de reservas internacionales que en anteriores episodios de crisis. Las condiciones globales de riesgo también parecen estar modificándose con mayores grados de contagio en algunas de las economías más avanzadas.

Para analizar el impacto en el riesgo país de los cambios tanto en las condiciones globales de mercado como en las variables

fundamentales de carácter idiosincrásico hemos desarrollado un modelo econométrico dinámico de datos de panel. El análisis de sus resultados contribuye a aclarar la importancia de diferentes variables, para explicar las divergencias entre los niveles actuales de riesgo país (en nuestro caso representados por los *Credit Default Swaps*) y sus valores de equilibrio de largo plazo.

Modelo de Riesgo País BBVA

La especificación del modelo incluye variables explicativas representativas de carácter global de mercado junto a un conjunto de variables que aproximan la vulnerabilidad idiosincrásica de las distintas economías. Esto es común a la literatura académica desde los trabajos pioneros de Calvo *et al* (2001) y de algunos de los modelos desarrollados por Organismos Internacionales y Bancos Centrales (véase el Cuadro 1).

Cuadro 1

Modelo de Riesgo País: algunos ejemplos de organismos internacionales y bancos centrales

	Variable Dependiente	Tipo de Modelo	Variable Global	Variabes Idiosincráticas
FMI	EMBI Spreads (niveles)	Panel (estático, largo plazo)	Fed Funds, volatilidad Fed Funds y VIX	Índice de rating
BID	EMBI Spreads (Diferencias)	Panel (Dinámico y Corrección del error)	Bono 10 años USA y Bono Corporativo USA (High Yield)	Índice de rating
Banco de Inglaterra	EMBI Spreads (Diferencias)	Pooled Mean Estimator	Bonos de EE.UU. 10 y 30 años, Baa Spread SP500	Déficit Público, Grado de apertura, Amortización/Reservas, Déficit Cta. Corriente, Deuda externa CP/Reservas
BCE	Ratings Soberanos	Probit		PIB per cápita, Crecimiento, Inflación, Déficit Público, Deuda Pública, Deuda Externa, Cuenta Corriente, Reservas, Previo Default

Fuente: BBVA Research

En particular, la especificación del modelo desarrollado en BBVA Research es la siguiente:

$$\Delta \log(CDSwap)_{it} = \beta \Delta \log(CDSwap)_{it-1} + \varphi \Delta \log(Global)_{t-1} + \lambda (\log(CDSwap)_{it-1} - \theta \log(Global)_{t-1} - \gamma X_{it-1} - FEff_t) + v_{it}$$

donde:

$\Delta \log(CDSwap)$ = Diferencia Logarítmica Credit Default Swap

$\Delta \log(Global)$ = Diferencia Logarítmica Componente Riesgo Global

$\log(CDSwap)$ = Logaritmo Credit Default Swap

$\log(Global)$ = Logaritmo Componente Riesgo Global

X = Conjunto de variables idiosincrásicas

$FEff$ = Efectos Fijos

λ = Parámetros de ajuste al equilibrio de largo plazo

Las características principales del modelo se resumen a continuación:

- El modelo distingue entre dinámica de corto y largo plazo. La primera viene determinada, por un lado, por el propio pasado de los CDS y, por otro, por el cambio en la variable representativa del factor global de mercado¹.

1: Un factor común extraído de los spreads a través de un filtro de Kalman.

- Respecto al largo plazo, se incluye un mecanismo de corrección del error de los CDS con respecto a sus valores de equilibrio. Estos vienen determinados por la relación con los niveles del factor global y de las variables representativas del riesgo idiosincrásico.
- La vulnerabilidad de las economías viene especificada por variables representativas de carácter general (crecimiento, inflación), de solvencia de las cuentas públicas (deuda pública en relación al PIB) y de las cuentas externas (deuda externa en relación al PIB), de liquidez internacional (reservas internacionales en relación a las importaciones) y una variable de carácter sintético representativa de los factores institucionales.

Principales resultados

Los resultados de la estimación muestran que los coeficientes de los factores explicativos a largo plazo son significativos y con el signo correcto excepto para el crecimiento del PIB². Así, aumentos en la aversión global al riesgo, en la inflación, en la deuda pública y en la deuda externa se trasladan en un aumento de los CDS. También aumentan la percepción del riesgo de deterioro de la ratio de liquidez (aumento de la ratio importaciones sobre reservas internacionales) y el de los factores institucionales. Asimismo, el coeficiente de la variable representativa del riesgo global de mercado es significativo tanto en el corto como en el largo plazo. Por último, el parámetro de ajuste al equilibrio al largo plazo es significativo y cercano a -0,06, por lo que al culminarse un año, el ajuste resultante al equilibrio de largo plazo sería cercano al 75%.

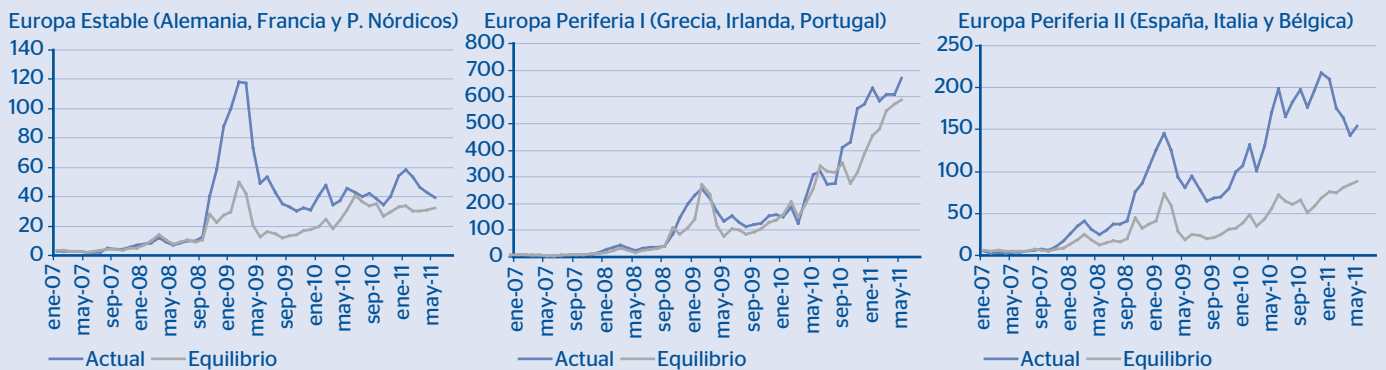
Consistente con lo que se ha obtenido en estudios anteriores (Rozada y Levi-Yeyati, 2006, y García-Herrero y Ortiz, 2006), una de las conclusiones de la estimación del modelo es que las condiciones de mercado importan y pueden acabar por determinar el grado de solvencia de los países. Por ejemplo,

la contribución media del riesgo global de mercado puede ser elevada incluso en el largo plazo. Para el conjunto de los países incluidos en el modelo, la contribución del factor global puede ser cercana al 50%.

En lo que respecta a los factores idiosincrásicos, los resultados muestran el predominio de la solvencia pública (deuda pública / PIB) y en menor medida de la situación de las cuentas externas (solvencia o deuda externa/PIB y liquidez o reservas/importaciones). Un resultado interesante es la contribución asimétrica de los factores institucionales, donde parece que coexiste una “prima de estabilidad” en las economías desarrolladas frente a una penalización en los países emergentes.

Por último, las estimaciones de los niveles de equilibrio arrojan también algunos resultados interesantes. En el caso de los países desarrollados europeos podemos distinguir tres grupos (ver Gráfico 3). El primer grupo de ellos lo forman los países más estables de la Eurozona y los países nórdicos (Europa estable). Este grupo se caracteriza por niveles bajos de equilibrio de los CDS y cercanos a su cotización actual. Dentro de los países periféricos encontramos dos grupos de países diferenciados. El primero de ellos (Europa Periferia I) incluye a Grecia, Portugal e Irlanda y se caracteriza por niveles elevados de CDS de equilibrio y cuyas cotizaciones de mercado se encuentran próximas a las de equilibrio. Por último, existe un grupo intermedio (Europa Periferia II) formado por Bélgica, Italia y España. En este caso, los niveles de equilibrio son más elevados que los del grupo de países estables pero las cotizaciones de mercado se encuentran muy por encima de los valores de equilibrio. En suma, parece que estas economías están siendo afectadas especialmente por factores más allá de los fundamentos en una situación que podemos calificar de contagio.

Gráfico 3
CD Swaps: valores actuales y de equilibrio de largo plazo en Europa desarrollada



Fuente: BBVA Research

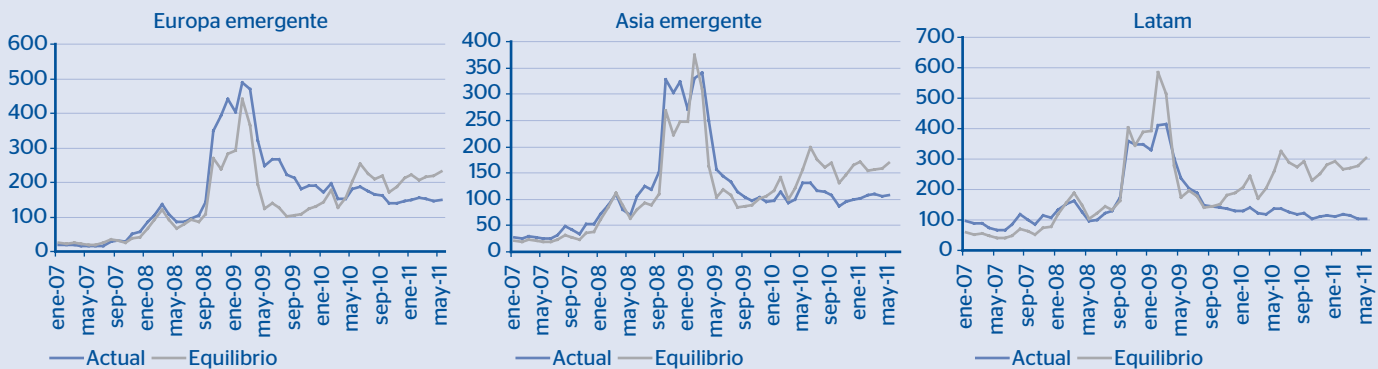
2: Probablemente debido a un problema de multi-colinealidad dada la relación del crecimiento con la mejora de la solvencia pública y de las cuentas externas.

En lo que respecta a los países emergentes, las diferencias de las cotizaciones de mercado frente a los valores de equilibrio arrojan resultados opuestos a los anteriores (ver Gráfico 4). En términos generales, las cotizaciones de mercado se encuentran por debajo del equilibrio reflejando una situación de excesiva euforia. Los motivos pueden ser múltiples,

desde unas condiciones monetarias internacionales extremadamente laxas (y sostenidas en el tiempo por inyecciones monetarias en los países desarrollados) hasta un optimismo de los inversores no plenamente justificado por sus fundamentales.

Gráfico 4

CD Swaps: valores actuales y de equilibrio de largo plazo en economías emergentes



Fuente: BBVA Research

Referencias

Afonso, A., Gomes, P. & Rother, P. (2007), "What "HIDES" Behind Sovereign Debt Ratings", ECB WP 711.

Calvo, G., Fernández-Arias, E., Reinhart, C. & Talvi, E. (2001), "The Growth-Interest Rate Cycle in the United States and its Consequences for Emerging Markets", Inter-American Development Bank, Research Department, Working Paper N.º 458.

Ferruci, G. (2003), "Empirical determinants of emerging market economies' sovereign bond spreads", BOE WP 205.

García-Herrero, A. & Ortiz, A. (2006), "The Role of Global Risk Aversion in Explaining Sovereign Spreads", *Economía*, vol. 7 (1), 125-155.

González-Rozada, M. & Levy-Yeyati, E. (2006), "Global Factors and Emerging Market Spreads", IADB WP 552.

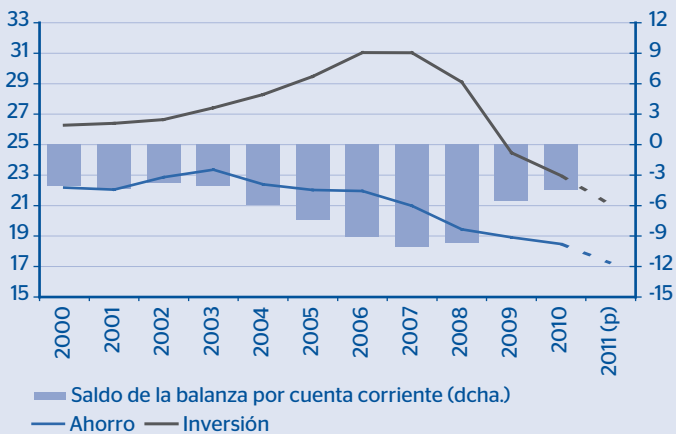
Hartelius, K., Kashiwase, K. & Kodres, L.E. (2008), "Emerging Market Spread Compression: Is it Real or is it Liquidity?". IMF WP 08/10.

Recuadro 2.
España: una menor dependencia de la financiación exterior que la de otros países periféricos

Durante la última etapa de expansión económica, el sector privado aprovechó las extraordinarias facilidades de acceso a la financiación para aumentar significativamente la tasa de inversión nacional, a pesar de la paulatina reducción de su tasa de ahorro. Mientras, las administraciones públicas se beneficiaron del crecimiento económico, registrando un aumento de su tasa de ahorro que no llegó a compensar la caída del ahorro privado. Como consecuencia, el déficit por cuenta corriente de la economía española se elevó hasta niveles cercanos al 10% del PIB entre 2000 y 2007, muy por encima del déficit registrado por los países europeos de su entorno (véase el Gráfico 5).

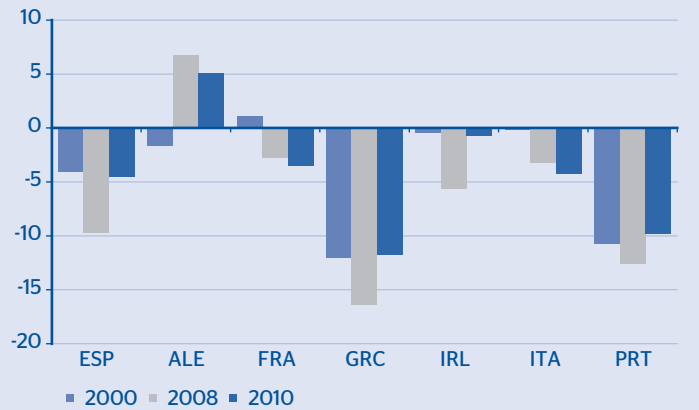
Sin embargo, desde 2008 se observa una reducción sostenida de la tasa de inversión que ha rebajado las necesidades de financiación de la economía española a prácticamente la mitad. Este importante ajuste del déficit por cuenta corriente español (de 5,1pp del PIB) ha sido de los más elevados de los observados en Europa, tan sólo semejante al experimentado en Irlanda (4,9pp) y, en menor medida, al de Grecia (4,6pp), a pesar de que su déficit por cuenta corriente partía de niveles muy superiores. De esta forma, España ha situado su déficit por cuenta corriente en niveles similares a los registrados por Italia y Francia, y muy por debajo de Portugal y Grecia, que mantienen niveles todavía elevados en torno al 10% de su PIB (véase el Gráfico 6).

Gráfico 5
España: cuenta corriente, ahorro e inversión (% PIB)



Fuente BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6
UEM: cuenta corriente (% PIB)

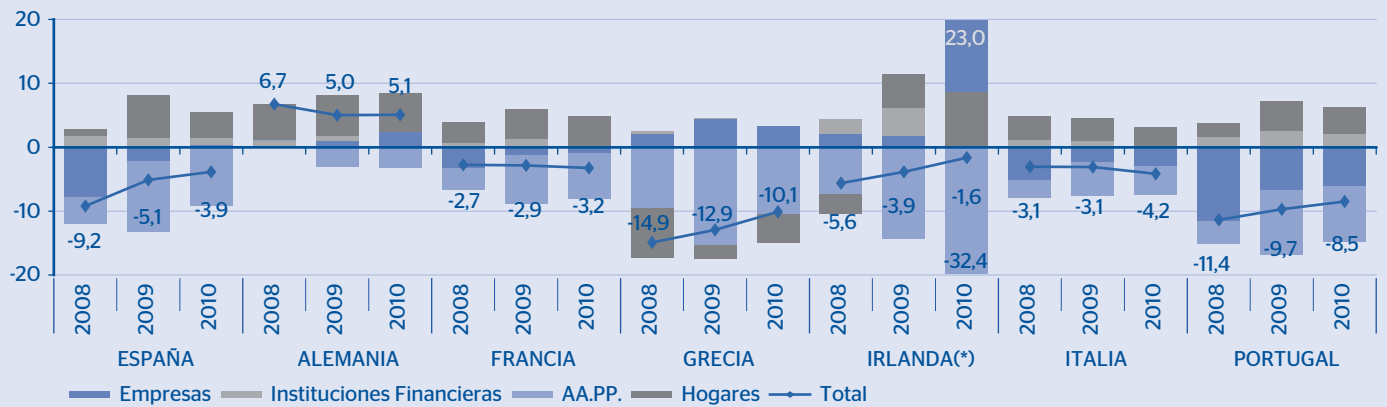


Fuente BBVA Research a partir de AMECO

En este proceso de ajuste, el comportamiento en España ha sido divergente entre agentes. El dinamismo del ahorro privado ha más que compensando la fuerte caída experimentada por el ahorro del sector público y, a su vez, la disminución de la tasa de inversión ha estado liderada por el sector privado, fundamentalmente por los hogares (ver Gráfico 7). Un comportamiento parecido puede observarse en la tasa de ahorro de países como Alemania, Francia, Irlanda y Portugal, mientras que en Grecia e Italia el ahorro privado ha permanecido estable. Por su parte, la tasa de inversión se ha visto reducida igualmente en todos los países por un ajuste generalizado en la inversión del sector privado, salvo en Alemania, en el que la inversión se ha mantenido relativamente constante en los últimos dos años.

Así, el ajuste en las necesidades de financiación de estos países ha venido, en gran medida, de la mano del sector privado, junto con una reducción del déficit de las administraciones públicas como consecuencia de los fuertes programas de consolidación fiscal que se pusieron en marcha a lo largo de 2010. Dicha consolidación fiscal no se observa en Irlanda, cuyo déficit público se vio más que duplicado en 2010 debido a la creación del NAMA -instrumento a través del cual el gobierno compró activos tóxicos de los bancos irlandeses por un valor aproximado de 20pp del PIB-. Depurando esta operación, el déficit público quedaría en el 12,8% del PIB, lo que supone un ligero ajuste respecto a 2009.

Gráfico 7
UEM: capacidad (+) / necesidad (-) de financiación por agentes (% PIB)



(*) Series de Irlanda de AA.PP. y Empresas truncadas
Fuente: BBVA Research a partir de AMECO

En los últimos años la economía española ha reducido los flujos financieros con el resto del mundo por dos motivos: la reducción de las necesidades de financiación y las tensiones financieras. Durante la última fase expansiva, las instituciones financieras monetarias (OIFM) y los otros sectores residentes (OSR)³ fueron los principales receptores del capital llegado del resto del mundo, una característica que cambió a partir de 2008. En la actualidad los OSR, lejos de captar financiación del exterior, han pasado a desinvertir activos extranjeros para contrarrestar la dificultad de acceder a financiación tradicional. Por su parte, el Banco de España se ha convertido en deudor con el resto del mundo como consecuencia, principalmente, de una mayor apelación al Banco Central Europeo por parte de las instituciones financieras -vía de financiación que alcanzó su máximo en el verano del pasado año y que desde entonces viene reduciéndose-. Por otro lado, las administraciones públicas han conseguido mantener su posición de receptores de financiación exterior. Algo que no ha sucedido en Grecia, donde ni las administraciones públicas han sido capaces de financiarse en el resto del mundo en condiciones de mercado. En Grecia, la inestabilidad de su deuda soberana supuso el cierre de los mercados internacionales y el posterior rescate. Esta situación obligó a todos los agentes, excepto al banco central, a través del cual se canalizó el rescate-, a deshacer sus posiciones internacionales para financiarse (véase el Gráfico 8).

Irlanda y Portugal han sido las otras dos economías que han tenido que enfrentarse a un rescate. En el primer caso, las administraciones públicas pudieron seguir captando financiación durante 2010. Sin embargo, en Portugal el cierre de los mercados previo al rescate supuso que la financiación internacional únicamente llegara a través de su banco central.

En una situación muy diferente se encuentran Alemania y Francia, cuyos bancos centrales mantienen una posición acreedora con el Banco Central Europeo. En ambos casos,

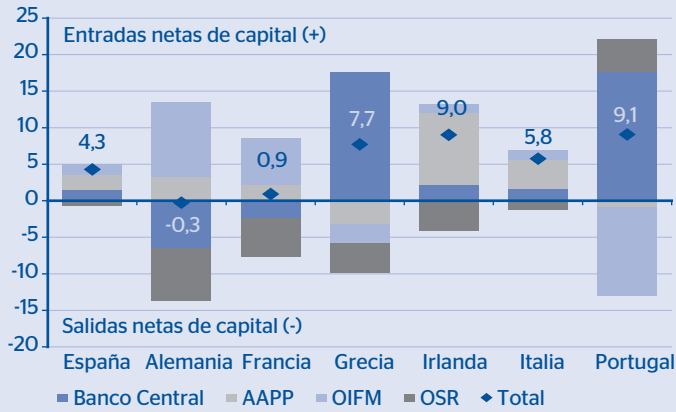
las OIFM y las administraciones públicas, en menor medida, son los verdaderos canalizadores de la inversión llegada del exterior. Por su parte, los OSR de ambos países, que cuentan con financiación interna, mantienen una activa posición inversora internacional. En Italia, donde todos los sectores han podido financiarse en los mercados internacionales, destaca el cambio de posición del Banco de Italia, que ha pasado de tener una posición acreedora con el BCE a contar con una posición deudora.

En este contexto, y al contrario que el resto de países de su entorno europeo, el volumen de deuda externa bruta de España se redujo en 2010 en más de 4pp del PIB hasta situarse en el 163% del PIB, a pesar del saldo negativo de la balanza por cuenta corriente. Aunque este proceso de desapalancamiento exterior de España se ha observado en casi todos los agentes, han sido las instituciones financieras monetarias las que han contribuido en mayor medida a ello, debido a las dificultades financieras comentadas anteriormente, lo que ha llevado a incrementar la posición deudora del Banco de España con el exterior. Este proceso de desapalancamiento exterior del sector financiero se observa igualmente en aquellos países donde las turbulencias financieras se han dejado notar especialmente, como Irlanda y Portugal. Por su parte, las administraciones públicas españolas han mantenido su volumen de deuda con el resto del mundo, a diferencia de Grecia y Portugal, donde el sector público se ha visto obligado a reducir su endeudamiento externo, e Irlanda, cuya deuda pública exterior ha crecido notablemente. Así, como puede observarse en el Gráfico 9, el nivel de deuda externa de España alcanzado en 2010 es uno de lo más bajos entre los países periféricos, tan solo por encima de Italia, y muy lejos del volumen alcanzado por otras economías como Irlanda (1.105,1%) o Portugal (229,6%).

3: Los otros sectores residentes incluyen los hogares, empresas y las instituciones financieras no monetarias.

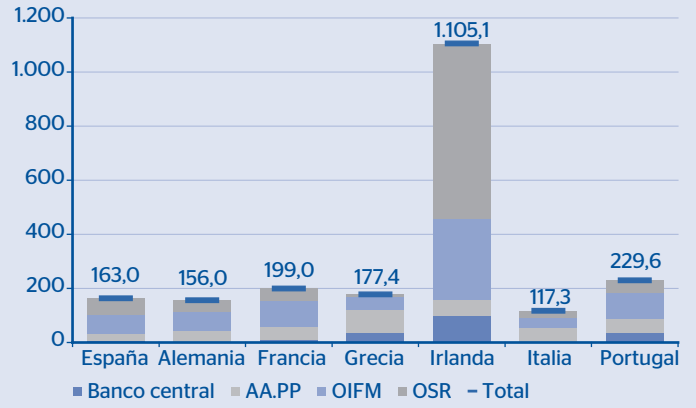
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 8
UEM: entradas netas de capital en 2010 (% PIB)



Nota: Un incremento neto de los pasivos financieros o una disminución de los activos financieros dan lugar a entradas netas de capital, mientras que operaciones con signo contrario darán lugar a salidas netas de capital
Fuente BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 9
Deuda externa por agentes (% PIB)



Fuente BBVA Research a partir de Haver y BIS

3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

Tras comenzar el año con un avance trimestral del PIB ligeramente por encima de nuestras expectativas (0,3% frente a una previsión del 0,2%), la economía española habría continuado mostrando una leve mejoría de la actividad en el segundo trimestre, en torno a dos décimas del PIB en términos intertrimestrales, que sigue confirmando la atonía de la recuperación iniciada a principios de 2010. Una vez más, las proyecciones realizadas a partir de los indicadores de coyuntura disponibles a la fecha de cierre de este informe indican que la composición del crecimiento continúa estando marcada por una clara dualidad entre la falta de dinamismo de la demanda interna y el empuje de la demanda externa neta; la primera, drenando crecimiento económico en virtud de la debilidad de sus fundamentales y de los factores puntuales que siguen lastrando su recuperación; la segunda, contribuyendo positivamente a pesar de la corrección a la baja de las exportaciones tras el intenso repunte observado en los trimestres precedentes. En sintonía con esta evolución de la actividad, tanto la ocupación como la oferta de empleo se mantuvieron prácticamente estancadas lo que, a pesar de la estacionalidad positiva del periodo, resultó en un caída marginal de la tasa de paro, hasta el 20,8% de la población activa.

En adelante, en el escenario más probable, la economía española continuará registrando tasas de crecimiento positivas, si bien se ha incrementado la incertidumbre respecto a las perspectivas para los próximos meses. Lo anterior, a pesar de que algunos de los factores de riesgo que enfatizábamos hace tres meses continúan evolucionando en línea con nuestras expectativas⁴ y, como se esperaba, están teniendo un impacto moderado sobre la actividad. Sin embargo, el nuevo repunte de la incertidumbre en los mercados de deuda soberana europea, así como las dudas que puedan generar la capacidad de las comunidades autónomas para cumplir con sus objetivos fiscales a final de año o la escasa ambición con la que ha culminado el proceso de reforma de la negociación colectiva, podrían ejercer una presión adicional a la baja sobre las expectativas de crecimiento de la demanda interna, que en nuestro escenario se traduce en una revisión marginal de la previsión de crecimiento del PIB para 2012 (de -0,3pp).

En primer lugar, respecto a la materialización de los riesgos que se observaban hace tres meses, tanto los elevados precios del crudo, como la anticipación de la corrección progresiva del carácter acomodaticio de la política monetaria por parte del BCE, han resultado de una magnitud en línea con lo previsto y parecen estar teniendo el impacto esperado.

En segundo lugar, sin embargo, las tensiones financieras en Europa se han recrudecido de forma significativa, lo que ha supuesto un incremento en el coste de financiación de gobiernos, instituciones financieras y sector empresarial que, incluso, alcanza ya a aquellos países situados en el núcleo europeo. Este deterioro en los mercados de financiación, unido a peores perspectivas para países como Italia, Portugal o Grecia, se traduce en una revisión marginal a la baja en el crecimiento de Europa para 2012 (-0,2pp hasta el 1,3%). Ello ejercerá una presión negativa sobre los flujos comerciales hacia el exterior que, sin embargo, esperamos que se mantengan en cotas elevadas dada la fortaleza mostrada hasta ahora.

Más allá del impacto que pueda tener a través de los canales reales este nuevo episodio de tensiones en los mercados financieros, también es de esperar un impacto negativo como resultado del contagio directo a la prima de riesgo española. Teniendo en cuenta las necesidades de financiación de la economía, este aumento de la percepción del riesgo supone un sesgo adicional a la baja sobre el ritmo de recuperación de la demanda doméstica privada, limitada ya por la debilidad de sus fundamentales y la corrección progresiva de los desequilibrios acumulados durante la fase expansiva.

Finalmente, y en lo que respecta a los factores internos, no se han producido grandes cambios en la política económica. Dado el carácter improrrogable del proceso de consolidación fiscal en la economía española, la desviación del gasto público durante el primer trimestre del año se corregirá progresivamente durante los próximos meses, afectando previsiblemente en mayor magnitud a la inversión pública, con lo que la demanda del sector continuará contribuyendo de forma negativa al crecimiento. Igualmente, no se han observado cambios en el proceso de implementación de reformas estructurales que no estuviesen incorporados previamente en

4: Véase Situación España del Segundo Trimestre de 2011.

nuestro escenario macroeconómico. En este sentido, el contenido del Real Decreto-Ley de medidas urgentes para la reforma de la negociación colectiva, en línea con lo esperado, no permite incorporar sesgos al alza sobre la creación del empleo y la recuperación económica.

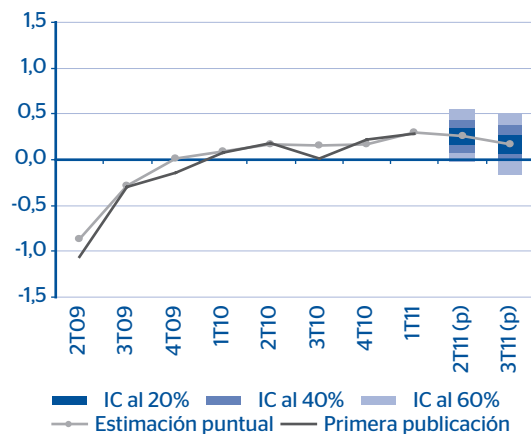
En síntesis, preveemos que el ritmo de avance de la economía española siga siendo lento en el corto y medio plazo y que el crecimiento se sitúe en torno al 0,9% en el conjunto del ejercicio económico. Como ya se adelantaba en los dos últimos números de esta publicación, la economía podría ser capaz de generar empleo de manera sostenida en el tramo final de 2011, siendo 2012 el año en el que la tasa de paro empezará a corregirse gradualmente a la baja. Si bien es cierto que la acentuación de algunos de los factores que condicionan la coyuntura de la economía española supone, en balance, una reducción de nuestra previsión de crecimiento para 2012, de 0,3 pp hasta el 1,3%, es necesario resaltar que nuestro diagnóstico sobre la recuperación en la que se encuentra inmersa la economía no ha cambiado significativamente. El avance coyuntural sigue sin distar de una situación de estancamiento y las perspectivas de crecimiento durante los próximos trimestres son aún austeras. En consecuencia, continúan siendo imperativos tanto el mantenimiento del impulso reformador para fortalecer el crecimiento potencial, como los esfuerzos dirigidos a la corrección de los desequilibrios acumulados antes y durante la actual crisis económica.

La economía española continúa creciendo a un ritmo moderado

A falta de conocer los datos oficiales, los indicadores parciales de coyuntura muestran, en general, que el tímido avance que registró la economía española durante 2010 se habría prolongando durante el primer semestre del presente año, cerrando el 2T11 con un avance del 0,3% trimestral. Asimismo, las previsiones de corto plazo del PIB realizadas a partir del modelo MICA-BBVA⁵ sugieren que durante el segundo semestre de 2011 continuarán registrándose tasas de crecimiento intertrimestral similares que, en todo caso, confirman que la actividad se mantiene cercana a una situación de estancamiento (véase el Gráfico 10). Adicionalmente, la información coyuntural relativa al segundo trimestre del año conocida a la fecha de cierre de este informe, indica que la composición del crecimiento continúa estando fuertemente marcada por el impulso de la demanda externa neta, mientras que la demanda interna volvería a contribuir negativamente al crecimiento (véase el Gráfico 11).

Gráfico 10

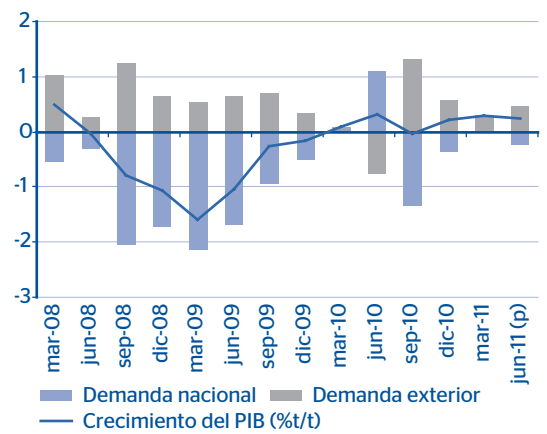
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



* Previsión actual: 4 de julio de 2011
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 11

España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

5: 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.

La demanda doméstica privada continúa drenando crecimiento económico dado que sus componentes todavía muestran signos claros de debilidad

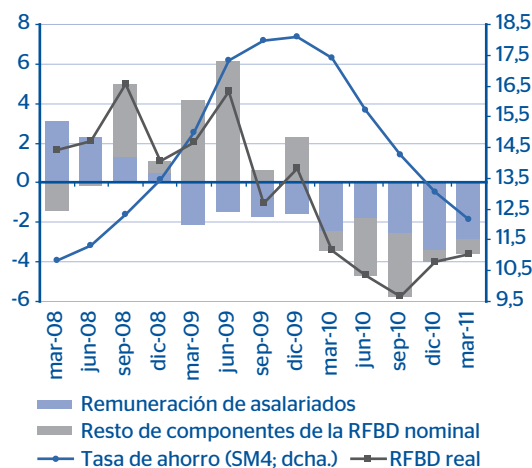
Tras un año marcado por los efectos del proceso de consolidación fiscal sobre las decisiones de gasto de los hogares, el inicio de 2011 se caracterizó por un estancamiento del consumo privado. La evolución positiva de la renta disponible nominal de los hogares, especialmente del componente no salarial, fue insuficiente para compensar el aumento de los precios, lo que provocó un deterioro de la renta real que moderó el gasto en consumo a pesar de la caída del ahorro (véase el Gráfico 12). Cuando se analiza la composición del consumo se observa que el comportamiento favorable del gasto en duraderos y servicios no fue suficiente para compensar la caída de las disponibilidades de no duraderos en 1T11. Sin embargo, los datos disponibles de 2T11 sugieren la evolución contraria: una ralentización del ritmo de deterioro de la demanda de bienes no duraderos y un empeoramiento de la de duraderos y de servicios en línea con las tendencias observadas en el conjunto de la UEM⁶ (véase el Cuadro 2). En balance, dada la persistente debilidad de sus fundamentales, el gasto en consumo de los hogares apenas creció en 2T11, tal y como sugieren el indicador sintético de consumo BBVA (ISC BBVA) y el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA⁷ (MICC BBVA) (véase el Gráfico 13).

Cuadro 2
España: selección de indicadores del gasto en consumo (Datos CVEC)

	Disponibilidades de bienes de consumo				Matriculaciones de turismos	Ventas interiores de grandes empresas	Índice de cifra de negocios del sector servicios	Comercio al por menor
	Totales	Duraderos	Alimentación	Resto de no duraderos				
% t/t								
1T10	-2,9	-13,3	-0,3	-0,5	2,1	0,8	0,3	1,6
2T10	2,8	7,6	-1,0	6,4	0,6	1,9	2,2	-1,6
3T10	-4,5	-17,2	0,7	-5,2	-32,3	-4,5	-2,4	-1,4
4T10	-1,0	-11,8	0,6	1,6	3,2	-0,7	-0,1	-1,1
1T11	0,6	11,7	-0,8	-1,8	4,4	-0,3	0,6	-1,7
% m/m								
abr-11	0,4	-1,7	0,6	1,0	0,0	1,4	0,1	1,1
may-11	-1,4	-5,8	0,1	-1,7	0,3	-1,7	-0,6	-2,6
jun-11	0,4	3,2	-0,5	1,3	-4,2	0,3	-0,1	0,1

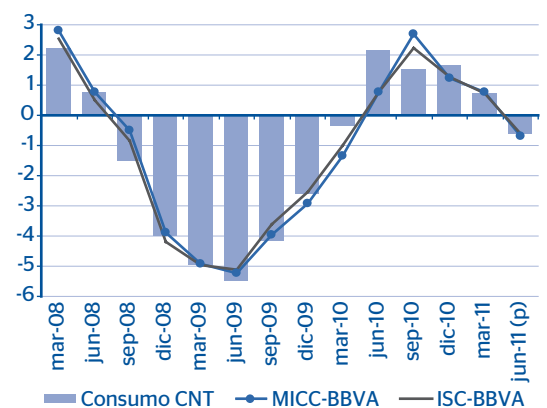
Las cifras sombreadas son previsiones
Fuente: BBVA Research a partir de MEH, ANFAC, AEAT e INE

Gráfico 12
España: contribuciones al crecimiento interanual de la RFBD real* y tasa de ahorro de los hogares (%)



* Se deflacta mediante el deflactor del consumo de los hogares
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 13
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

6: Véase el Recuadro 4 del Boletín Mensual del Banco Central Europeo (BCE) de jul-11, disponible [aquí](#).
7: Los detalles del MICC-BBVA se pueden encontrar en el Recuadro 1 de la revista [Situación Consumo](#) correspondiente al segundo semestre de 2010.

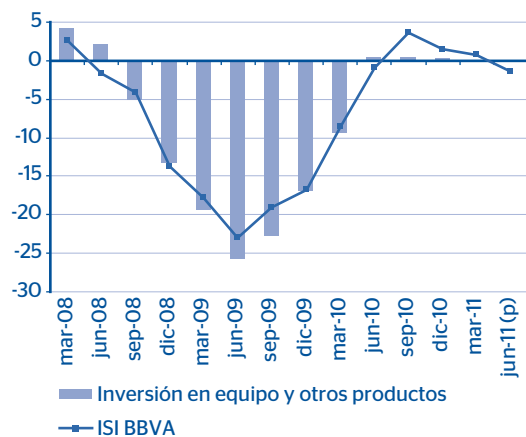
Por su parte, la información relativa a la inversión empresarial y a la inversión en vivienda del segundo trimestre del año vuelve a perseverar en la debilidad de estas dos partidas de la demanda que, como indican nuestros indicadores sintéticos de inversión (ISI-BBVA e ISCV), habrían vuelto a registrar tasas de crecimiento negativas en 2T11 (véanse los Gráficos 14 y 15). En lo que respecta a la inversión en equipo, no solo la atonía de la demanda interna estaría lastrándola, sino que además la corrección temporal a la baja de las exportaciones podría dejarse notar en la inversión, siendo éste un elemento diferenciador respecto a los trimestres precedentes. Dentro de los indicadores ligados a la inversión empresarial, destaca la reducción de la cartera de pedidos, en casi un 3% t/t CVEC, así como el mayor deterioro de la confianza industrial de bienes de equipo. Asimismo, se prevé una contracción en torno al 3,7% t/t CVEC de las importaciones de bienes de capital, muy superior a la de los dos trimestres anteriores.

La inversión en vivienda durante el segundo trimestre del año habría experimentado un deterioro similar al trimestre anterior, aunque la contracción seguiría siendo más moderada que la de trimestres precedentes. La actividad residencial, aproximada a partir de la concesión de visados de construcción de vivienda nueva, volvió a situarse en mínimos. Además, aunque el stock de viviendas sin vender ha continuado reduciéndose -y en las áreas de mayor actividad económica la sobreoferta podría estar acelerando su absorción- en muchas zonas seguiría siendo elevada, lo que muestra la gran heterogeneidad del mercado residencial español.

Desde el punto de vista de la demanda, las ventas de viviendas durante 2T11 han sido notablemente inferiores a las del primero. Un aspecto que no sólo se ha debido al efecto de la eliminación de la deducción por compra de vivienda -que supuso un adelantamiento de las ventas en 2010-, sino también a la debilidad del mercado de trabajo y al endurecimiento de las condiciones de financiación como consecuencia, al menos en parte, del incremento de las tensiones financieras en los últimos meses. Una vez más, los precios han respondido a la debilidad de la demanda con un nuevo descenso que, tal y como se esperaba, fue más intenso que en el primer trimestre del año.

Gráfico 14

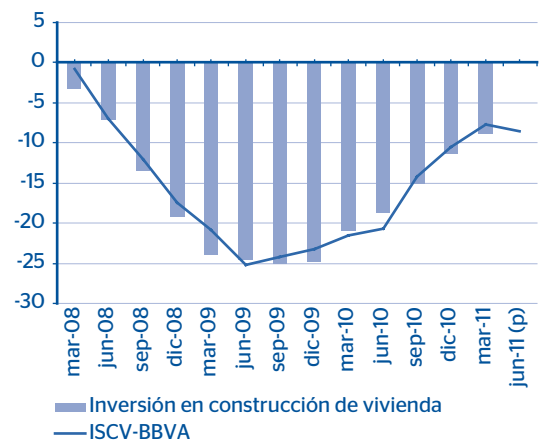
España: inversión en equipo y otros productos e indicador sintético de inversión ISI-BBVA (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 15

España: inversión en construcción residencial e indicador sintético ISCV-BBVA (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La desviación al alza del gasto público en el 1T11, junto con los datos más recientes de ejecución presupuestaria, adelantan un mayor ajuste de la demanda pública en el segundo semestre

El repunte observado del consumo público en el 1T11 ha sido resultado, principalmente, del crecimiento en el gasto autonómico. Este hecho, unido a la caída interanual de los ingresos autonómicos, provocó que las comunidades autónomas registrasen hasta marzo de 2011 un déficit presupuestario de casi el 0,5% del PIB. El comportamiento entre regiones volvió a ser dispar. Nuevamente Castilla-La Mancha, Baleares y Murcia fueron las comunidades que registraron un déficit, en relación al PIB regional, más elevado, en torno a 1pp, mientras que Aragón, La Rioja y Galicia son las únicas que presentaron ligeros superávits.

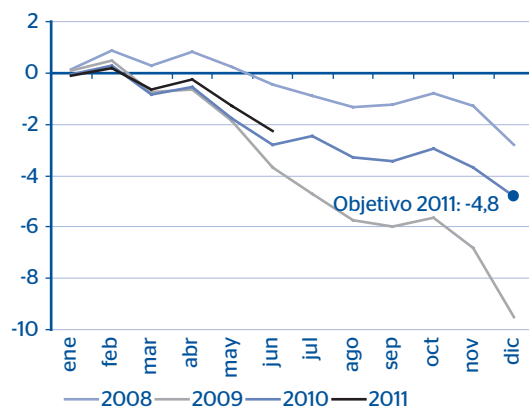
Por su parte, la información más reciente sugiere que el Estado continuaría en su senda de consolidación fiscal, acumulando un déficit hasta junio del 2,2% del PIB, 0,6pp menos que el déficit registrado el año pasado (véase el Gráfico 16). Mientras que los ingresos de la administración central siguen condicionados por el funcionamiento del sistema de financiación autonómica⁸, el recorte del gasto vuelve a concentrarse en el gasto de capital y en las transferencias corrientes entre administraciones públicas, fundamentalmente por los efectos de los cambios recientes en el sistema de financiación autonómica.

En cuanto a la recaudación de las principales figuras tributarias, los datos de junio confirman su mejoría, impulsados por el IVA -afectado todavía por la subida de tipos del año pasado- y, en menor medida, por el IRPF, que acelera ligeramente su recuperación por la mejora de las retenciones de capital y las menores devoluciones solicitadas (Gráfico 17).

En este contexto, y aun manteniéndose el ritmo de recuperación de los ingresos públicos, para que se cumpla el objetivo de estabilidad fijado para este ejercicio es preciso que se intensifiquen los esfuerzos de ajuste fiscal por parte, sobre todo, de las comunidades autónomas. En este sentido, la aprobación en el Congreso de los objetivos de estabilidad para el próximo año y del límite de gasto para el Estado en 2012 (casi un 4% menor que el de este año) es una señal positiva sobre el compromiso con la consolidación fiscal.

Gráfico 16

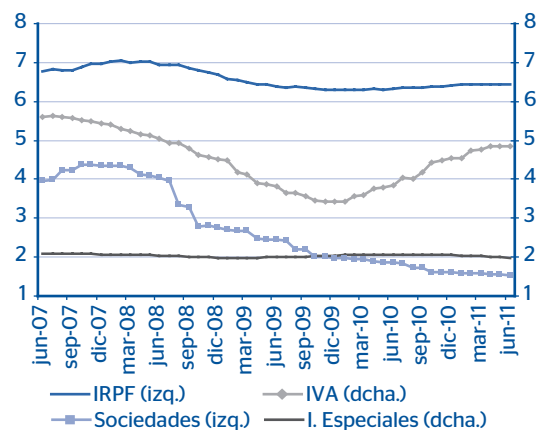
Administración central: saldo no financiero (acumulado anual, % del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 17

Ingresos tributarios en términos homogéneos (acumulado anual, % del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de AEAT e INE

Así pues, el repunte en el consumo público del primer trimestre se verá previsiblemente compensado en los trimestres siguientes con ajustes más severos en el gasto corriente, sobre todo en la segunda mitad del año. De este modo, el consumo público volvería a registrar crecimientos prácticamente nulos en el segundo trimestre del año, para volver a terreno negativo en la segunda mitad de 2011. En todo caso, el esfuerzo de consolidación fiscal seguirá concentrándose en el recorte de la inversión, por lo que la no residencial previsiblemente habría continuado contrayéndose en el 2T11, aunque a este deterioro habría contribuido, además del sector público, el intenso ajuste por el que continúa atravesando la actividad constructora privada en la actualidad.

La actividad exportadora se mantiene pujante, contribuyendo en términos netos al crecimiento del PIB, si bien se observa una corrección de carácter transitorio

Desde comienzos de 2010, la dinámica exportadora se ha contagiado a todos los sectores industriales, destacando el buen comportamiento de ramas ya importantes en el tejido exportador de la economía, tal y como la industria química, así como la expansión de sectores que partían de una cuota exportadora moderada, como los componentes del automóvil o la industria del hierro y acero (véase el Gráfico 18). Sin embargo, durante el segundo trimestre

8: El nuevo sistema de financiación autonómico se aplica íntegramente por primera vez en 2011, lo que implica un descenso en los pagos por transferencias a las comunidades autónomas y unos menores ingresos tributarios del Estado por el aumento del porcentaje de cesión del IRPF, IVA e IIEE a las mismas.

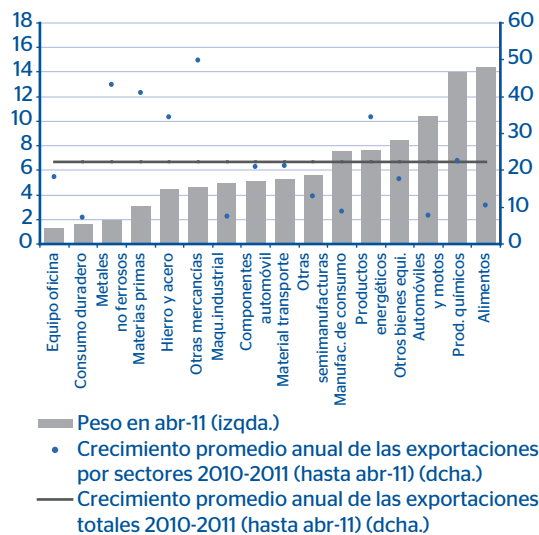
del año se habría producido una corrección a la baja de las exportaciones de bienes debido, fundamentalmente, a un efecto base tras el intenso repunte observado en el trimestre anterior. En este sentido, no se observan para este trimestre signos de un agotamiento de la actividad exportadora de sectores específicos dado que la citada corrección afectaría a la mayor parte de los sectores industriales.

En lo que respecta a las exportaciones de servicios, los indicadores parciales de coyuntura apuntan a un nuevo repunte del consumo de no residentes en el territorio nacional durante el 2T11. A lo largo del primer semestre, y a la espera de los datos correspondientes a la época estival, la campaña en el sector ha venido desarrollándose de forma positiva. Si bien a esta evolución ha contribuido la coyuntura por la que atraviesan los países del Magreb, que han visto reducida su capacidad de competir como destino turístico, cabe destacar el efecto del ajuste acumulado de los precios en el sector hotelero que, tras reducirse un 9% desde 2008, se sitúan prácticamente en niveles de 2005. Ello supone un fuerte contraste con la evolución de los precios del conjunto de servicios (véase el Gráfico 19). En los meses recientes, ambos factores han dado lugar a una estabilización del gasto por turista, que se ha visto compensada por un incremento relevante de la entrada de turistas (+7,2% en el mismo periodo, hasta 19 millones), lo que ha provocado un incremento del 8% en el gasto total. Los indicadores disponibles hasta el mes de junio, como las entradas de pasajeros a través de líneas de bajo coste (+12,8% a/a en junio) reflejan que el inicio de la temporada alta podría, efectivamente, confirmar las expectativas de un crecimiento elevado para las pernoctaciones de extranjeros durante el conjunto del año.

En resumen, el buen comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios en la salida de la crisis actual continúa sorprendiendo positivamente dado que no se ha sustentado en devaluaciones cambiarias, tal y como ocurrió en la crisis de los 90 (véase el Gráfico 21), sino en el aprovechamiento de las oportunidades que ofrecen los mercados internacionales en un contexto de coyuntura doméstica adversa. Por su parte, la atonía de la demanda interna, junto con la corrección de las exportaciones de bienes, anuncia un deterioro de los flujos de importación de la economía, hecho que, unido a la evolución de las exportaciones totales, se trasladaría en una ligera corrección en el saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente en el trimestre en curso a pesar de los elevados precios del petróleo.

Gráfico 18

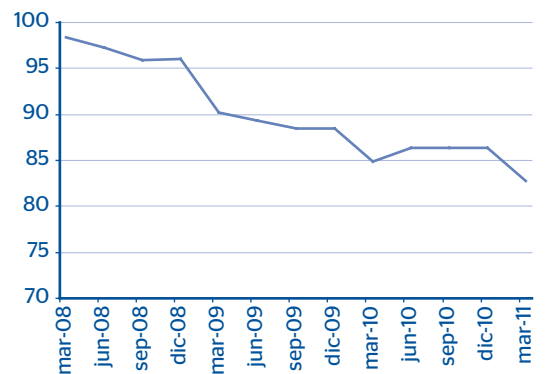
Composición de las exportaciones españolas y crecimiento de las exportaciones nominales de bienes (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

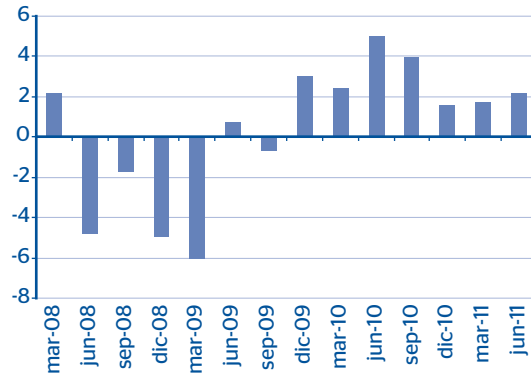
Gráfico 19

España: índice de precios hoteleros. (Base 100=2007, deflactado por inflación en servicios)



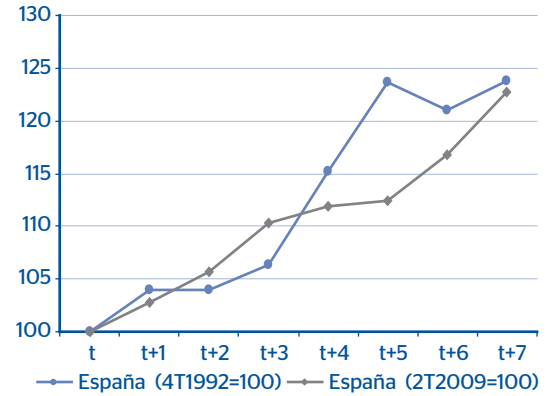
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 20
España:
entradas de viajeros extranjeros (t/t, % CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 21
España: evolución trimestral
de las exportaciones reales de bienes
y servicios en dos episodios de salida de crisis



Nota: t corresponde al trimestre en el que se registra el mínimo local cíclico
Fuente: BBVA Research a partir de INE

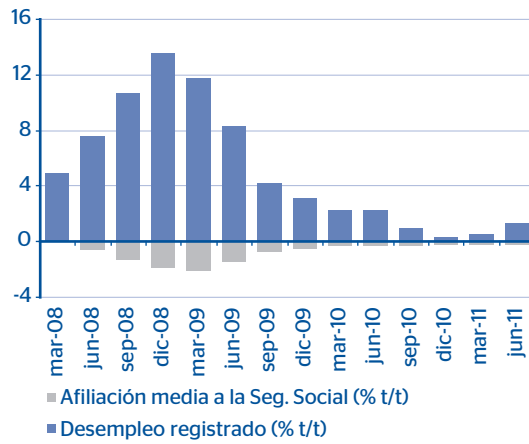
Al cierre del primer semestre del año, el mercado laboral continúa prácticamente estancado

Los registros del mercado laboral apenas mejoraron en 2T11. Cuando se excluyen los cambios provocados por motivos estacionales y de calendario, se observa que la economía todavía fue incapaz de crear empleo de modo significativo. Si bien la afiliación media a la Seguridad Social disminuyó prácticamente lo mismo que en el trimestre precedente (un -0,3% t/t CVEC), el crecimiento del número de desempleados registrados en los Servicios Públicos de Empleo se aceleró hasta el 1,3% t/t CVEC desde el 0,5% t/t en 1T11 debido al deterioro adicional de la construcción y a la interrupción del ritmo de mejora del empleo en el sector servicios (véase el Gráfico 22)⁹. Por su parte, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 2T11 confirmó la evolución apuntada anteriormente. La ocupación aumentó principalmente por causas estacionales (151,3 miles de empleos en términos brutos, 9,9 miles CVEC). El crecimiento del empleo -concentrado en los asalariados con contrato temporal y en los trabajadores del sector servicios- fue suficiente para absorber el ligero aumento estacional de la población activa (74,9 miles de personas en términos brutos, 21,3 miles CVEC), por lo que la tasa de desempleo disminuyó 4 décimas hasta el 20,9% de los activos (20,8% CVEC), mientras que la de temporalidad repuntó 7 décimas hasta el 25,5% (véase el Gráfico 23).

9: Los registros de julio indican que el mercado laboral inició el tercer trimestre como finalizó el segundo: con una disminución de la afiliación y un aumento del desempleo. Cuando se corrigen las cifras de las variaciones estacionales propias del mes y del efecto calendario, se estima un deterioro del empleo en torno a 28 mil personas, cifra similar al aumento del número de parados registrados.

Gráfico 22

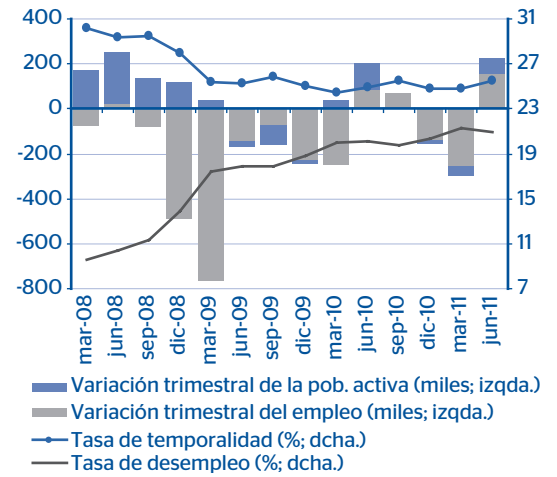
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 23

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El crecimiento de los precios al consumo comenzó a ceder terreno en el segundo trimestre del año

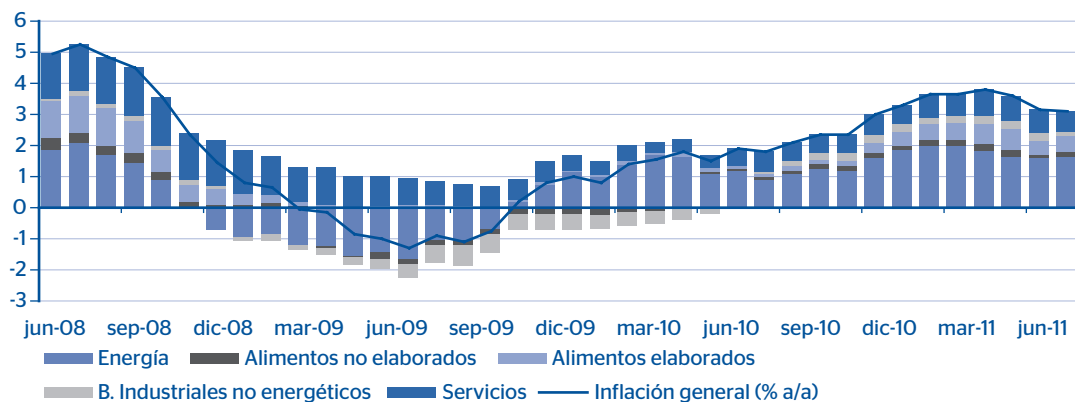
Tal y como se esperaba, el segundo trimestre del año estuvo marcado por la deceleración paulatina del crecimiento de los precios al consumo. Así, la inflación general, que alcanzó su máximo local en abril (3,8% a/a), se situó en el 3,2% a/a a finales del trimestre, de los cuales 1,8pp siguen siendo atribuibles al componente energético y a los alimentos no elaborados y 1,4pp, al subyacente (véase el Gráfico 24). Como se adelantaba en la edición anterior de esta publicación, aunque los aún elevados precios de las materias primas se han trasladado a los precios del consumo -de forma directa a través de su consumo final e indirecta a través de su consumo intermedio- la elevada tasa de paro ha evitado incrementos de los salarios en términos reales (el crecimiento salarial pactado en convenio hasta junio fue del 2,7%), tal que siguen sin observarse indicios claros de la presencia de efectos de segunda ronda. Así, descontadas las partidas de la inflación subyacente más sensibles a la evolución de los precios de las materias primas (esto es, alimentos elaborados y viaje organizado), el crecimiento de los precios tanto en los servicios como en los bienes industriales no energéticos continúa manteniéndose en cotas moderadas, contribuyendo a la inflación general en 0,7pp y 0,3pp, respectivamente.

Adicionalmente, los datos del segundo trimestre del año también siguen sin evidenciar una pérdida significativa de competitividad-precio de la economía española. El diferencial de inflación respecto a la zona del euro se situó en junio en torno a 0,3pp para la inflación general y -0,2pp para la inflación subyacente, lo que sigue respondiendo, en buena parte, a los cambios impositivos introducidos en el 2S10. Así, como se observa en el Cuadro 3, mientras que el diferencial de inflación teniendo en cuenta los mayores impuestos se situó, en promedio, en el 0,7pp durante el 1S11, los datos publicados por Eurostat indican que a impuestos constantes se mantuvo favorable a España (en torno a los 0,1pp)¹⁰.

10: Los cambios metodológicos en el cómputo del IPC armonizado introducidos a principios de año se han traducido en un aumento de la volatilidad de estas series. En consecuencia, los datos con frecuencia mensual deben ser interpretados con cautela.

Gráfico 24

España: contribuciones al crecimiento de la inflación general



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 3

España: diferencial de inflación respecto al área del euro

		Total	A impuestos constantes
2008	1S	1,1	1,2
	2S	0,7	0,7
2009	1S	-0,7	-0,9
	2S	-0,4	-0,7
2010	1S	0,4	0,1
	2S	0,4	-0,4
2011	1S*	0,7	0,1

* Promedio enero-mayo para las cifras a impuestos constantes
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Escenario 2011-2012: el incremento de las tensiones financieras en Europa presiona ligeramente a la baja las expectativas de crecimiento para el próximo año

Durante el último trimestre, los mercados financieros europeos han estado marcados por un nuevo episodio de riesgo periférico, que ha estado cerca de desembocar en una crisis de deuda sistémica puesto que las autoridades europeas no habían avanzado todavía en una solución integral a la crisis soberana. En esta ocasión, el elemento más destacado ha sido el contagio masivo a España e Italia. Este comportamiento se ha traducido en condiciones duras, que durante el último trimestre han dificultado el acceso a la financiación, incluso para los agentes que residen en países con mejores fundamentos macroeconómicos y financieros. España ha sido uno de los principales perjudicados de este deterioro de los mercados, lo que ha provocado que el Estado español emita a precios altos y que buena parte del sector privado, incluso aquellos con mejores fundamentales, haya decidido permanecer fuera de los mercados.

Este nuevo repunte de la incertidumbre en los mercados de deuda soberana europea cuya resolución parece no ser inminente, tendrá un impacto sobre la demanda interna europea, lo que dificultará la aceleración del crecimiento en el corto plazo. Adicionalmente a lo anterior, la incapacidad de la economía española de diferenciarse aún más de las de otros países periféricos dada la falta de ambición en algunas reformas y las dudas sobre la capacidad de las comunidades autónomas para cumplir con sus objetivos fiscales a final de año suponen, en balance, la confirmación de que el crecimiento continuará siendo débil en 2011 (0,9%) y marginalmente inferior al esperado hace tres meses en 2012 (1,3%).

Cuadro 4

España: previsiones macroeconómicas

(a/a %, salvo indicación contraria)	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	2010	2011	2012
Consumo hogares	-0,3	2,2	1,5	1,7	0,7	-0,6	1,3	0,3	0,6
Consumo AA.PP.	-1,1	-0,1	-0,7	-0,9	1,1	-0,3	-0,7	-0,2	-1,3
FBCF	-10,5	-6,7	-6,7	-6,1	-5,8	-6,8	-7,5	-4,9	-0,4
Equipo y otros productos	-9,3	0,5	0,2	0,1	0,1	-2,1	-2,1	0,6	3,0
Equipo	-4,6	8,7	2,4	1,2	0,3	-4,4	1,9	0,6	4,1
Construcción	-11,3	-11,3	-11,2	-10,6	-10,2	-10,3	-11,1	-9,1	-2,9
Vivienda	-20,9	-18,7	-15,1	-11,4	-8,9	-8,9	-16,5	-7,5	0,9
Resto	-4,1	-5,9	-8,7	-10,1	-10,9	-11,2	-7,2	-10,0	-5,2
Var. existencias (*)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-3,0	-0,3	-0,7	-0,6	-0,6	-2,0	-1,1	-1,0	0,0
Exportaciones	9,4	11,9	9,4	10,5	11,2	9,5	10,3	11,0	6,0
Importaciones	2,0	9,6	5,0	5,3	5,2	-0,9	5,5	3,7	1,0
Saldo exterior (*)	1,6	0,3	0,9	1,2	1,4	2,7	1,0	1,8	1,3
PIB pm	-1,4	0,0	0,2	0,6	0,8	0,8	-0,1	0,9	1,3
Pro-memoria									
PIB sin inversión en vivienda	-0,2	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2	0,9	1,3	1,3
PIB sin construcción	0,3	1,9	2,1	2,5	2,4	2,3	1,7	2,3	1,9
Empleo total (EPA)	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-1,3	-0,9	-2,3	-0,8	0,5
Tasa de paro (% pob. activa)	20,0	20,1	19,8	20,3	21,3	20,9	20,1	20,8	20,7
Empleo total (e.t.c.)	-3,9	-2,4	-1,6	-1,4	-1,4	-1,5	-2,4	-1,2	0,3

(*) contribuciones al crecimiento

Fuente: INE y previsiones BBVA Research

En lo que respecta a la composición del crecimiento, los nuevos factores contemplados en la actualización de nuestro escenario económico para 2011 y 2012 suponen una presión adicional a la baja primordialmente sobre la demanda interna. En primer lugar, la desviación al alza del consumo público durante el primer trimestre implica que el actual tono contractivo de la política fiscal tendrá que intensificarse durante los próximos meses si se quieren cumplir los objetivos prometidos, siendo necesario, como se exponía detalladamente en el anterior número de esta publicación, un refuerzo de los mecanismos de disciplina fiscal en los distintos niveles de la administración para evitar que las dudas persistan en el tiempo. Teniendo en cuenta el carácter ineludible del proceso de consolidación fiscal¹¹, lo anterior supone una revisión a la baja tanto del consumo como de la inversión públicos para 2012.

En cuanto al consumo privado, el dato del 1T11 se situó ligeramente por debajo de lo esperado, lo que se traduce en una ligera revisión a la baja de la cifra prevista para 2011. El adelantamiento al primer semestre de 2010 de las compras de bienes y servicios que habrían tenido lugar durante el año actual, tuvo un efecto base negativo sobre el consumo de los hogares durante la primera mitad de 2011 que, previsiblemente, se irá diluyendo a lo largo del horizonte de predicción. A pesar del aumento de la incertidumbre ante posibles incrementos en el coste de financiación derivados del recrudecimiento de las tensiones financieras en Europa, la visión sobre la evolución del gasto en consumo de los hogares durante los dos próximos años no difiere significativamente de la presentada en la revista Situación España precedente. Así, la debilidad de los determinantes del gasto limitará su crecimiento, situándolo por debajo del registrado en 2010. Si bien las presiones inflacionistas y el aumento de los tipos de interés oficiales contribuirán a limitar el crecimiento del consumo privado, el efecto negativo sobre el gasto de ambos elementos se

¹¹: Como ya se mencionaba en los párrafos anteriores, la aprobación en el Congreso de los objetivos de estabilidad para el próximo año y de la reducción del límite de gasto para el Estado en 2012 es una señal positiva sobre este compromiso.

apreciará con mayor intensidad en 2012. A pesar de que el crecimiento de la renta familiar bruta disponible real se revisa levemente al alza el próximo año, la menor creación de empleo, la mayor disminución de la riqueza inmobiliaria y, sobre todo, una incertidumbre persistentemente elevada lastrarán el consumo en 2012. Con todo, no se esperan cambios significativos de la tasa de ahorro de los hogares respecto a lo previsto en el escenario precedente, situándose en el entorno del 10,5% de la renta bruta disponible este año y del 12,0% el próximo.

En lo que respecta a la inversión empresarial, varios son los factores que auguran la continuidad de la atonía durante la mayor parte de nuestro horizonte de previsión. Así, una demanda interna que previsiblemente continuará débil en 2012 y el aumento de la incertidumbre como consecuencia de una prima de riesgo más elevada, obligan a revisar a la baja nuestra previsión de crecimiento para esta partida de la demanda respecto a las proyecciones presentadas en el último número de esta publicación. En particular, teniendo en cuenta la dependencia del sistema productivo español de la financiación externa y los problemas de liquidez que atraviesa una parte del sistema financiero, es de preveer una presión al alza en el coste de uso del capital en términos reales que, en ausencia de una demanda interna robusta que implique mayor certidumbre sobre la generación futura de beneficios, no permite adelantar una ampliación significativa de la capacidad productiva y, por tanto, de la inversión empresarial en el corto y medio plazo. Como resultado, se prevé que, debido principalmente al impulso de la actividad proveniente de la demanda externa, esta partida de la demanda agregada avance un tímido 0,6% durante 2011, siendo 2012 el año en el que, tras tres años consecutivos de intensos recortes y uno de virtual estancamiento, vuelvan a observarse tasas de crecimiento ligeramente más elevadas, en torno al 3,0% anual.

Por otro lado, la absorción de la sobreoferta de vivienda nueva que, aunque de manera lenta, se viene produciendo, sobre todo en los principales centros de actividad económica, previsiblemente favorecerá la recuperación gradual de la inversión residencial en el medio plazo. Sin embargo, la actualización del escenario macroeconómico, afecta de manera negativa a la oferta y a la demanda residencial ya que tanto hogares como empresarios probablemente deberán afrontar un encarecimiento de la financiación. Unido a esto último, la dificultad de la economía para crear empleo y reducir de forma significativa la tasa de paro continuará repercutiendo en las decisiones de los hogares a la hora de adquirir una vivienda. Así, en el conjunto de 2011 se espera un nuevo recorte de la inversión en vivienda (-7,5% a/a), aunque mucho más moderado que en los dos años precedentes. No será hasta la segunda mitad de 2012 cuando veamos nuevamente tasas de crecimiento intertrimestrales positivas de esta partida de la demanda agregada, situándose la previsión de crecimiento para el conjunto del año en el entorno del 1%.

Finalmente, el motor del crecimiento económico a medio plazo en España continuará siendo el sector exterior. Como se explica de forma detallada en el Recuadro 3, las diferencias en las características estructurales de las empresas exportadoras, frente al conjunto del tejido empresarial en España, explican su recuperación más temprana y sostenida. Así, descontando el posible efecto sobre la actividad de la actual incertidumbre derivada del recrudescimiento de la crisis de deuda soberana en Europa, las expectativas de crecimiento europeo y global permiten anticipar una fuerte expansión de las exportaciones en 2011, en torno al 11%. De cara a 2012, el crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones debería ralentizarse, fundamentalmente como consecuencia de la desaceleración en el crecimiento mundial, si bien la contribución neta del sector exterior seguirá soportando el crecimiento del PIB en ese período.

Persiste la necesidad de mantener el impulso reformador

Si bien es cierto que los cambios en el escenario suponen, en balance, una reducción de la previsión de crecimiento para 2012 de 0,3pp hasta el 1,3%, nuestro diagnóstico sobre la recuperación en la que se encuentra inmersa la economía española no se ha alterado. El momento coyuntural no dista de una situación de estancamiento y las perspectivas de crecimiento en el corto y medio plazo son aún austeras. En este contexto, es imperativo fortalecer el impulso reformador que durante 2010 mostró la economía española para volver a reducir el grado de desconfianza que perciben actualmente los mercados internacionales y lograr alcanzar cifras de crecimiento consistentes con una reducción en la tasa de desempleo. Por lo tanto, es particularmente decepcionante que la aprobación del Real Decreto-Ley 7/2011, de 10 de junio, de medidas urgentes para la reforma de la negociación colectiva¹², no haya supuesto un avance significativo sobre la normativa previa.

¹²: La redacción del RD-L 17/2011 está disponible [aquí](#).

Dado el deterioro que ha alcanzado el mercado laboral español, el grado de ambición de la reforma ha sido insuficiente. En primer lugar, porque no introduce modificaciones sobre el mecanismo de determinación salarial vigente y apenas flexibiliza la posibilidad de no aplicar el régimen salarial previsto en el convenio colectivo de ámbito superior a la empresa cuando la situación y perspectivas económicas de la misma pudieran verse dañadas como consecuencia de tal aplicación.

En segundo lugar, porque a pesar de que establece la prioridad aplicativa de los convenios de empresa en ciertas materias, los de ámbito superior (estatales o autonómicos de sector) podrán seguir bloqueando la negociación intraempresarial, dificultando la adaptabilidad de la empresa a la coyuntura económica de cada momento y, por tanto, obstaculizando el ajuste en el margen intensivo (jornada, salario, etc.). Hubiese sido deseable una apuesta decidida por la descentralización del sistema de negociación, manteniendo una estructura multinivel en la que se delimitasen las materias a negociar en cada uno de los ámbitos. Para incentivar la negociación a nivel de empresa, se podría haber optado por limitar el principio de eficacia general automática de los convenios y otorgar a cada empresa la posibilidad de acogerse al convenio de ámbito superior (cláusulas *opting-in*) o firmar un convenio de empresa.

En tercer lugar, porque la obligatoriedad a someterse a un arbitraje en caso de conflicto restringe, pero no elimina, la ultraactividad. La reforma exige que cada convenio incorpore plazos máximos para su renovación (8 ó 14 meses según si la duración de la vigencia del convenio precedente es inferior o superior a 2 años). En caso de desacuerdo, las partes se comprometerán a someter sus discrepancias a un mecanismo de arbitraje. Por tanto, si bien la ultraactividad no desaparece, sí se acortan los plazos, por lo que la adecuación de las condiciones laborales a la realidad económica de las empresas mejora respecto a la legislación preexistente, pero menos de lo que la precaria situación del mercado laboral español necesita.

En síntesis, la reforma no garantiza la resolución de las deficiencias del actual sistema de negociación colectiva. Si las enmiendas que se incorporen durante su tramitación como Proyecto de Ley en el Congreso no solucionan las carencias de la reforma aprobada en junio, su efectividad será limitada y, en todo caso, dependerá de la buena voluntad de las partes implicadas en la negociación de los convenios estatales y autonómicos. Por tanto, se mantiene la expectativa de un mercado laboral débil, caracterizado por un exiguo aumento de la ocupación durante 2012, un estancamiento de la población activa y una tasa de desempleo que tan solo disminuirá levemente durante la parte final del horizonte de predicción.

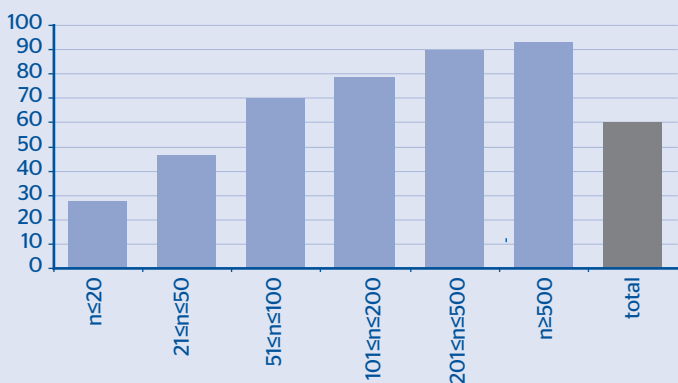
Asimismo, es importante que se siga avanzando en el aumento de la transparencia de las finanzas públicas españolas, que se mantenga el buen desempeño del Estado en el actual proceso de consolidación fiscal y, además, que este último se vea acompañado por el resto de administraciones públicas en los próximos ejercicios económicos de forma más decisiva. Los niveles de deuda del conjunto de la economía española son sostenibles pero es necesario evitar cualquier desviación en los objetivos de déficit para impedir que se dilaten innecesariamente las tensiones en los mercados de deuda soberana y autonómica. El gobierno ha dado un paso adelante en este ámbito al proponer la implantación de una regla fiscal similar a la discutida en esta publicación hace tres meses, que ataría el gasto del Estado al crecimiento del PIB nominal de tendencia. Sin embargo, dicha regla tendría poco sentido si no se implementa también en las comunidades autónomas, por lo que se hace necesario un pacto de Estado que extienda este compromiso a los gobiernos regionales y que, por lo tanto, dé certidumbre sobre los objetivos de política fiscal más allá de las medidas ya anunciadas.

Recuadro 3. Las características diferenciales de las empresas exportadoras en España

En línea con la nueva teoría del comercio (Melitz, 2003), el análisis contenido en este Recuadro explora los hechos diferenciales de las empresas exportadoras frente a las no exportadoras en España y, más concretamente, estudia la heterogeneidad empresarial del sector manufacturero utilizando datos provenientes de la *Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE)*, elaborada y publicada por la Fundación SEPI, para el período 1990-2009. Identificar las características subyacentes al esfuerzo exportador durante las últimas décadas es fundamental para entender el buen desempeño de las exportaciones tanto como elemento compensador durante la peor fase de la crisis como elemento impulsor durante el episodio de salida actual. Adicionalmente, el conocimiento de estas características pondrá de manifiesto los retos a los que se deberá enfrentar el sector en los próximos años.

Gráfico 25

Porcentaje de empresas exportadoras por tamaño de empresa (promedio 1990-2009)



* n hace referencia al número de empleados

Fuente: BBVA Research a partir de ESEE (Fundación SEPI)

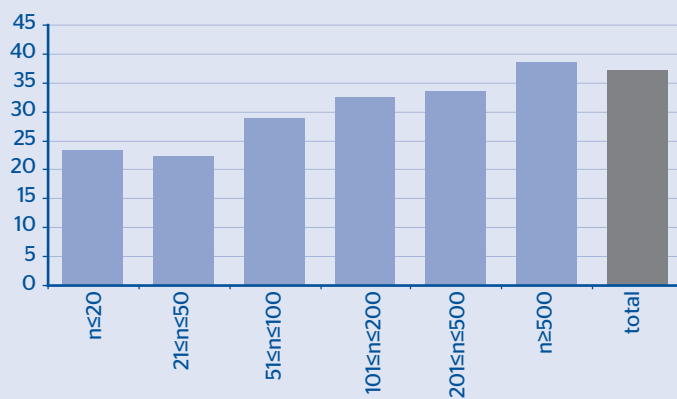
De forma general, las exportaciones agregadas se pueden descomponer en sus dos márgenes: el extensivo (calculado como el porcentaje de empresas exportadoras sobre el total) y el intensivo (porcentaje que representa el valor de las exportaciones sobre el total de ventas para las empresas exportadoras). Los Gráficos 25 y 26 muestran que ambos márgenes se relacionan positivamente con el tamaño de la empresa (aproximado por el número de empleados). En concreto, la probabilidad de exportar, reflejada en el margen extensivo, es mayor entre empresas grandes al encontrarse mejor posicionadas para abordar los costes fijos

derivados de la entrada en nuevos mercados (Melitz, 2003). Adicionalmente, el margen intensivo también depende del tamaño empresarial, registrándose una diferencia de más de 15 puntos porcentuales entre los segmentos más pequeños y el más grande. El tamaño es una característica empresarial determinante en los procesos de internacionalización, si bien no es la única (Navaretti *et al.*, 2010)¹³.

Una vez se analiza un número amplio de variables, los resultados sugieren que las empresas exportadoras cuentan con unas características que las sitúan en una posición más competitiva que las no exportadoras (véase el Cuadro 5). En concreto, acumulan un mayor número de años de experiencia en el mercado doméstico, presentan niveles de productividad y, especialmente, de capital físico por empleado mayor, y son más proclives a invertir en actividades vinculadas a la investigación y el desarrollo. En promedio, un 20% más de empresas reporta innovaciones durante el año, bien en producto bien en proceso, si éstas pertenecen al club de las exportadoras frente al de las no exportadoras. Además, las empresas exportadoras tienden a registrar tasas de temporalidad menores, invertir más en educación y depender en mayor medida de trabajadores cualificados en su estructura productiva.

Gráfico 26

Valor de las exportaciones sobre ventas totales por tamaño de empresa (promedio 1990-2009, en %)



* n hace referencia al número de empleados

Fuente: BBVA Research a partir de ESEE (Fundación SEPI)

13: Bajo ciertas condiciones de la distribución empresarial, las exportaciones agregadas se aproximan bien mediante las exportaciones de las empresas de mayor tamaño (Di Giovanni y Levchenko, 2010), hecho que manifiesta la importancia que toma esta variable en la literatura reciente.

Cuadro 5

**Características de las empresas en el sector manufacturero español:
exportadoras frente a no exportadoras y exportadoras estables frente a no estables (promedio 1990-2010)**

(mediana de la distribución)	Exportadoras	No Exportadoras	Exportadoras	
			Estables	No estables
Tamaño (a)	173	21	417	133
Experiencia (b)	-1	8	-2	5
Tecnología:				
Productividad del trabajo (VA por empleado) (c)	39,0	24,2	39,7	31,7
Ratio capital físico por empleado (d)	64,3	23,8	66,7	45,1
Gastos totales en Investigación y Desarrollo (e)	6,7	0,0	18,0	0,0
Patentes registradas por empresa en España*	0,4	0,0	0,4	0,3
Patentes registradas por empresa en el extranjero*	0,4	0,0	0,4	0,1
Capital humano:				
Gastos externos en formación por empleado (f)	21,7	0,0	25,1	2,2
Proporción de ingenieros y licenciados* (%)	5,5	2,9	5,8	4,1
Proporción de titulados medios* (%)	6,8	4,1	7,0	5,4
Proporción de no titulados* (%)	87,7	93,0	87,3	90,6
Proporción de trabajadores de cuello blanco (%)	28,5	21,7	28,9	25,0
Proporción de trabajadores de cuello azul (%)	71,5	78,3	71,1	75,0
Indicadores financieros:				
Participación de capital extranjero* (%) (g)	26,7	3,2	28,3	16,4
Disponibilidad de recursos propios (%) (h)	42,0	38,7	42,5	37,0
Tasa de temporalidad (%)	9,8	14,3	9,6	10,7
Cuota en el mercado principal* (%)	14,5	8,0	15,0	10,5
Gastos de publicidad sobre ventas (%)	0,4	0,1	0,4	0,3

Las empresas exportadoras estables experimentan un período de exportación consecutivo de, al menos, cuatro años. (a) Número de empleados. (b) diferencia entre el año de establecimiento de la empresa y el año de establecimiento medio muestral, (c) (d) y (f) miles de euros por empleado (e) miles de euros, (g) ratio capital extranjero sobre capital social de la empresa, (h) ratio de fondos propios sobre pasivo. * el estadístico es la media de la distribución
Fuente: BBVA Research a partir de ESEE (Fundación SEPI)

Desde el punto de vista financiero, un rasgo diferenciador importante se refiere a la entrada de capital extranjero en el tejido manufacturero español. En concreto, la participación extranjera en empresas exportadoras es, en promedio, nueve veces la participación extranjera en empresas no exportadoras (26,7% frente a 3,2%). Otra forma de internacionalización, y de heterogeneidad empresarial, se manifiesta en la participación en empresas extranjeras: de 2000 a 2009 aquellas que declararon participar en el capital social de empresas fuera de nuestras fronteras aumentó 4 puntos porcentuales hasta alcanzar el 20,5% de las empresas exportadoras, a la vez que en las no exportadoras

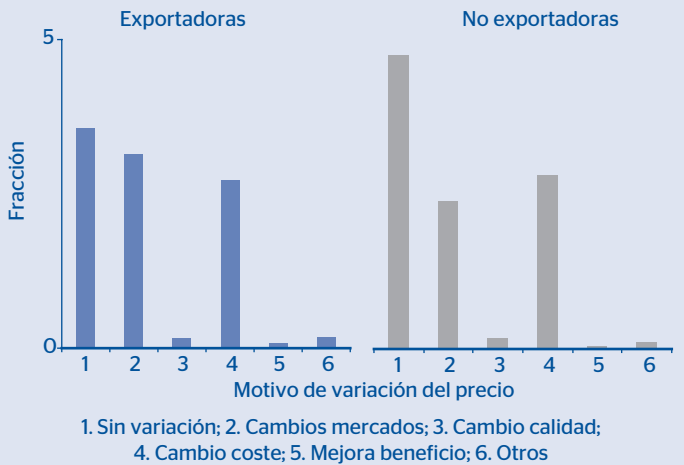
se estancaban en el 1%. Adicionalmente, las empresas exportadoras disponen de mayores fondos propios para financiar sus actividades, disfrutan de una cuota de mercado doméstico superior, y son más flexibles en sus estrategias de mercado (véase el Gráfico 27), hecho éste último destacable en un entorno globalizado¹⁴. Finalmente, el Cuadro 5 muestra cómo las características diferenciadoras identificadas son extensibles al dividir la muestra entre empresas exportadoras estables -esto es, empresas que han experimentado un período consecutivo de exportación de al menos cuatro años- y empresas exportadoras no estables.

14: El disfrute de una mayor cuota de mercado doméstico y, por lo tanto de menor competencia, se explicaría por la salida de las empresas menos productivas propiciada por la liberación comercial (véase, por ejemplo, Bernard and Jensen, 1999 y Trefler, 2004).

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 27

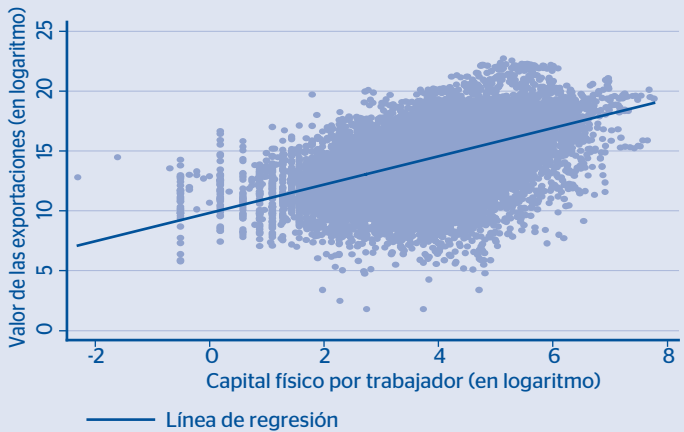
Motivo de variación del precio en el mercado principal: empresas exportadoras y no exportadoras (promedio 1990-2009)



Fuente: BBVA Research a partir de ESEE (Fundación SEPI)

Gráfico 28

Relación entre exportaciones y capital físico por trabajador (promedio 1990-2009)



Fuente: BBVA Research a partir de ESEE (Fundación SEPI)

Una primera aproximación a los determinantes de las exportaciones identifica la importancia de los gastos en formación, el nivel de cualificación de la mano de obra, las actividades ligadas a la investigación y desarrollo y la inversión en capital fijo por empleado como factores empresariales claves para el comportamiento exportador (véase, por ejemplo, el Gráfico 28). En este sentido, la expansión futura de las exportaciones y, de forma paralela, el impulso que ésta generaría sobre la productividad del tejido industrial, dependerá, en gran medida, de las reformas estructurales que se implementen orientadas a fomentar estos factores así como a incrementar la competencia en los mercados domésticos.

Referencias:

Bernard, A.B. & Jensen, J.B. (1999), "Exceptional Exporter Performance: Cause, Effect, or Both?", *Journal of International Economics*, Vol. 47, pág: 1-25.

Di Giovanni, J. & Levchenko, A. (2010), "Firm Entry, Trade, and Welfare in Zipf's World", NBER Working Paper 16313.

Melitz, M.J. (2003), "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", *Econometrica*, Vol. 71, pág: 1695-1725.

Navaretti, G.B., Schivardi, F., Altomonte, C., Horgos, D. & Maggioni, D. (2010), "The Global Operations of European Firms", *Second EFIGE Policy Report*.

Trefler, D. (2004), "The Long and Short of the Canada-U. S. Free Trade Agreement", *American Economic Review*, Vol. 94, pág: 870-895.

Recuadro 4. Test de estrés: un ejercicio más transparente en España

El test de estrés a nivel europeo, coordinado por la EBA (*European Banking Authority*), tiene como objetivo medir la resistencia de una muestra de 90 bancos europeos ante un escenario adverso. Este ejercicio ha perseguido un mayor grado de armonización que el realizado hace un año y se ha caracterizado por imponer un nivel de exigencia superior a través de una definición más estricta de capital, y unos escenarios más severos. Al igual que el año anterior, el esfuerzo de transparencia ha sido mayor en las entidades españolas, donde se ha sometido a pruebas de esfuerzo a prácticamente la totalidad del sistema, frente a poco más del 50% en la media de la UE. Sin embargo, en un entorno de sentimiento muy negativo en los mercados financieros, esta transparencia no ha tenido el impacto de reforzamiento de la confianza que tuvo en 2010.

La resistencia de los bancos se ha medido con referencia a la ratio Core Tier 1, fijado en el 5% del mismo sobre los activos ponderados por riesgo (RWA), frente al 6% de Tier 1 establecido en el ejercicio de 2010. En su esfuerzo por homogeneizar el ejercicio entre países, la EBA ha sido muy estricta con la definición de los instrumentos admitidos como capital, lo que ha supuesto que, en muchas ocasiones, dicha definición no se haya ajustado a las realidades nacionales. Por ejemplo, la EBA ha excluido algunos instrumentos como las provisiones genéricas, los bonos convertibles¹⁵ y los instrumentos híbridos no suscritos por los Estados. Sin embargo, en el caso español, el Banco de España acepta la incorporación de más instrumentos que la EBA en la definición del Real Decreto-Ley de febrero de 2011, como se puede ver en el cuadro adjunto.

Cuadro 6

Instrumentos incluidos en la definición del Core Tier 1

	“Capital Principal (RDL)”	“Core Tier 1 (EBA)”
Capital	x	x
Primas de emisión	x	x
Reservas efectivas	x	x
+ Resultados positivos	x	x
Plusvalías de activos disponibles para la venta	x	Filtros
Instrumentos FROB	x	Sí, Gobierno
Deuda u obligaciones convertibles 2014	x	Sí, si conversión antes de 2012
Acciones propias	x	x
Pérdidas del ejercicio	x	x
Fondo de comercio	x	x
Otros activos inmateriales	x	x
Minusvalías ADV	x	Filtros
- Deduciones de original own funds		x
Déficit de provisiones vs pérdida esperada (IRB)		x
Dedución de posiciones de titulización no sujetas a RWA		x
Dedución de participaciones y deudas subordinadas en EFC		x
Dedución por pérdida esperada de equity (IRB)		x

Fuente: BBVA Research a partir de BdE y EBA

¹⁵: Excepto si su conversión estaba prevista antes del 31 de diciembre de 2012, y la decisión había sido adoptada antes del 30 de abril de 2011.

Respecto a los escenarios macroeconómicos, hay que destacar la dureza del escenario adverso escogido para España, que contempla unas caídas del PIB del 1,1% para el 2011 y 2012, muy alejadas de cualquier previsión existente. Además, impone caídas acumuladas del precio del suelo y del precio de la vivienda del 46,7% y del 21,9% para 2011 y 2012, un hundimiento del 20,7% de los índices bursátiles y un aumento de los tipos de interés a largo plazo de 165 puntos básicos. El escenario macroeconómico para España se completa con una previsión de margen después de provisiones por deterioro de activos y de impuestos más pesimista que para la media de los principales países, sin incluir a Grecia.

La incorporación del riesgo soberano se ha realizado a través de varias vías: pérdidas procedentes de la aplicación de *haircuts* a las carteras soberanas en el *trading book*, la dotación de provisiones para las posiciones de riesgo soberano en el *banking book* y un aumento del coste de la financiación mayorista de 130 puntos básicos adicionales. Sin embargo, algunos de los aspectos que arrojan debilidad sobre el ejercicio están relacionados con el tratamiento del riesgo soberano: el escenario de estrés sobre las carteras soberanas podría haber sido más completo y los *spreads* utilizados podrían haber sido mayores a los niveles que se están viendo en la actualidad. A pesar de esto, se ofrece una gran cantidad de información de las exposiciones soberanas que permite a los analistas llevar a cabo sus propios estudios.

Frente al ejercicio de 2010, uno de los factores a destacar positivamente es que las pruebas de este año incentivaron la captación de capital por adelantado. De esta manera, muchas entidades europeas tomaron medidas específicas durante los cuatro primeros meses del año, como la retención de €50bn de beneficios a finales de 2010, para superar el umbral mínimo establecido en el ejercicio. Sin esas medidas hubiesen sido 20 entidades en Europa las que se hubieran situado por debajo del 5%.

Los resultados del test de estrés de 2011 muestran que ocho entidades se han situado por debajo del umbral del 5%; cinco de las cuales son españolas, dos griegas y una austriaca, con unas necesidades conjuntas de capital de 2,5 miles de millones de euros. El hecho de que la mayoría de las entidades que no superan el umbral sean españolas se debe a que España ha incluido en el ejercicio casi el 100% de su sistema financiero. Si España hubiese decidido incluir sólo las entidades que suponen el 50% de su mercado (la media en la UE) no habría ninguna entidad española por debajo del mínimo fijado por la EBA.

En conclusión, los resultados del test de estrés de 2011 son muy similares a los del año anterior -aunque presentan algunas debilidades en su metodología- y son más estrictos, otra vez, con las entidades españolas.

Recuadro 5. La liquidación de 2009 del sistema de financiación regional: un primer análisis

Ángel de la Fuente - Instituto de Análisis Económico (CSIC)

El Ministerio de Economía y Hacienda ha hecho pública la liquidación del sistema de financiación regional correspondiente al año 2009 (MEH, 2011). Se trata de un documento importante y complejo porque fija el punto de partida del nuevo sistema de financiación autonómica

que todavía se está poniendo en marcha. A la espera de un análisis más detallado, sirva por el momento este breve recuadro a modo de avance de los resultados de la liquidación y de algunas de sus implicaciones.

Cuadro 7

Principales agregados de la liquidación del sistema de financiación regional en 2009 millones de euros y personas ajustadas

	Financiación normativa		Saldo favorable al Estado [3]	Población ajustada [4]
	Todas las competencias [1]	A competencias homogéneas [2]		
Cataluña	17.201	15.394	2.478	7.386.015
Galicia	6.215	6.035	1.601	2.966.939
Andalucía	15.992	15.422	4.637	8.170.226
Asturias	2.419	2.376	588	1.125.121
Cantabria	1.473	1.397	364	587.943
La Rioja	749	717	203	325.824
Murcia	2.755	2.744	582	1.416.295
Valencia	9.702	9.512	1.707	4.999.176
Aragón	3.034	2.985	722	1.415.057
C-La Mancha	4.260	4.253	1.034	2.197.556
Canarias*	4.347	4.204	1.102	2.177.856
Extremadura	2.481	2.476	764	1.168.363
Baleares	2.250	2.188	178	1.094.408
Madrid	13.748	13.134	1.336	6.010.813
Cast. y León	5.796	5.788	1.439	2.749.329
Total 2009	92.421	88.626	18.736	43.790.921
Total 2007	115.091	110.903		
Diferencia con 2007	-22.671	-22.276		
Diferencia en %	-19,7%	-20,1%		

(*) En el caso de Canarias, los datos de financiación incluyen los llamados Recursos REF.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y Hacienda

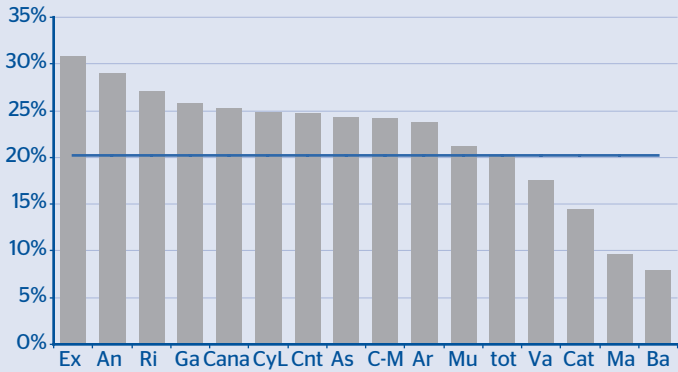
El Cuadro 7 reúne algunas de las principales magnitudes de la liquidación del sistema. Las dos primeras columnas muestran la financiación total de cada comunidad, calculada con criterio normativo – esto es, utilizando la recaudación tributaria teórica que se utiliza para realizar los cálculos del sistema, que no coincide necesariamente con la recaudación real de las distintas figuras impositivas pero generalmente no se aleja demasiado de ella. En la columna [1] se recoge la financiación total asignada a cada comunidad, mientras que en la columna [2] se muestra la financiación destinada a las competencias que comparten todas ellas, que es el agregado más apropiado a la hora de hacer comparaciones entre

regiones. La columna [3] muestra el saldo de la liquidación, esto es, la cantidad que cada comunidad adeuda al Estado por haber percibido durante 2009 entregas a cuenta por un importe superior al volumen de los recursos que realmente le han correspondido una vez conocidos los ingresos tributarios del período. Finalmente, la columna [4] contiene la población ajustada de cada comunidad en 2009. Esta magnitud es un indicador de necesidades de gasto que se construye ponderando la población real de cada territorio por un factor de corrección que recoge los diferenciales estimados en los costes unitarios de provisión de los principales servicios de titularidad autonómica.

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 29

Saldo de la liquidación de 2009 como porcentaje de la financiación total de cada comunidad



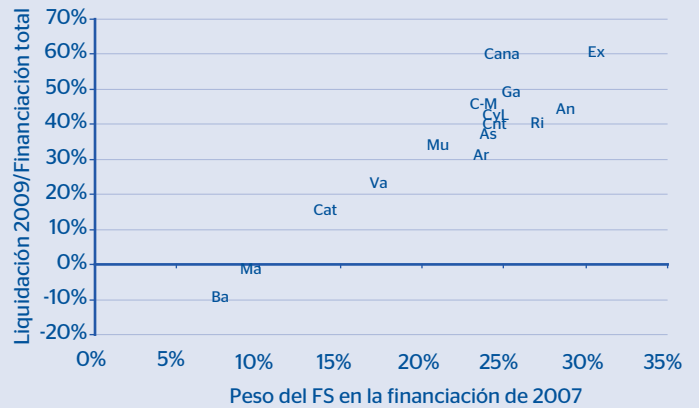
Clave: Ex = Extremadura; An = Andalucía; Ri = Rioja; Ga = Galicia; Cana = Canarias; CyL = Castilla y León; Cnt = Cantabria; As = Asturias; C-M = Castilla la Mancha; Ar = Aragón; Mu = Murcia; tot = conjunto de las comunidades no forales; Va = Valencia; Cat = Cataluña; Ma = Madrid y Ba = Baleares.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y Hacienda

Dividiendo el saldo deudor de cada comunidad por su financiación total, obtenemos un indicador del impacto adverso de la liquidación sobre sus finanzas. El Gráfico 29 muestra el valor de este indicador, con las comunidades ordenadas de mayor a menor presión financiera. En promedio, las comunidades autónomas han de devolver al Estado a cuenta del ejercicio 2009 algo más del 20% de su financiación total en ese año¹⁶. Existe, sin embargo, un amplio abanico de valores que va desde el 8% de Baleares al 31% de Extremadura. Como se observa en el Gráfico 30, el indicador de presión financiera está altamente correlacionado con el peso del Fondo de Suficiencia en la financiación de cada región bajo el antecesor del actual sistema de financiación. Debido al dramático desplome de este Fondo, en parte como resultado de medidas discrecionales de impulso fiscal que mermaron los ingresos del Estado, aquellas regiones que dependían de él en mayor medida tendrán que realizar mayores devoluciones que las demás.

Gráfico 30

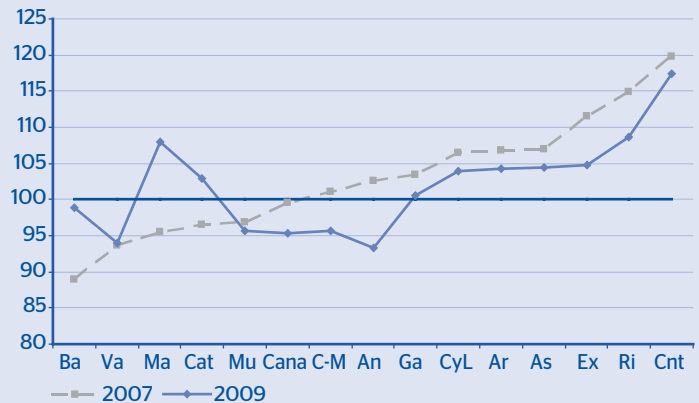
Saldo de la liquidación de 2009 como porcentaje de la financiación total de cada comunidad vs. peso del Fondo de Suficiencia en la financiación normativa total de 2007



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y Hacienda

Gráfico 31

Financiación normativa a competencias homogéneas por habitante ajustado, 2007 vs. 2009



Nota: el dato de 2007 proviene de de la Fuente (2010).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y Hacienda

16: Puesto que la liquidación se abonará en plazos iguales a lo largo de cinco años con uno de carencia, el valor de este indicador habría de dividirse por cinco para calcular el "peso real" de la liquidación de 2009 en los presupuestos autonómicos de los próximos años.

El Gráfico 31 muestra el cambio esperado en la posición relativa de cada comunidad entre 2007 y 2009 teniendo en cuenta tanto los efectos de la reforma del sistema como los derivados de la evolución de las distintas economías regionales. Con el nuevo sistema se ha reducido la varianza de la financiación normativa a competencias homogéneas por habitante ajustado, respecto a la observada en 2007. Los cambios observados en la cola superior de la distribución van en la dirección deseable y tienden a reducir las diferencias existentes entre regiones en términos de financiación por unidad de necesidad, lo que se traduce en un aplanamiento de la línea que describe el reparto de la financiación. En el resto de la distribución, sin embargo, hay un poco de todo, incluyendo cambios bruscos a la baja que podrían resultar problemáticos para la sostenibilidad del nuevo sistema. Algunas de las regiones peor financiadas en 2007 experimentan mejoras significativas, pero no todas ellas lo hacen. Así, Valencia y Murcia mantienen sus posiciones relativas, mientras que Madrid y Cataluña pasan a situarse claramente por encima de 100 y Baleares se aproxima mucho a esta cota. El caso de Madrid es, además, llamativo pues ganaría 12,5 puntos y pasaría a estar entre las regiones mejor financiadas cuando en 2007 era la tercera por la cola. También resulta problemática la evolución de Canarias, Castilla la Mancha y, especialmente, Andalucía, que

perderían entre 4,1 y 9,5 puntos y caerían hasta situarse, junto con Valencia y Murcia, entre los últimos puestos del ranking de financiación por habitante ajustado. Las regiones menos dependientes del Fondo de Suficiencia han sido las más beneficiadas (en términos relativos) por el cambio de sistema.

Referencias

de la Fuente, A. (2010). "El nuevo sistema de financiación regional: un análisis crítico y proyecciones para 2009." Hacienda Pública Española/Revista de Economía Pública 195(4), pp. 91-138.

<http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/82010.html>

Ministerio de Economía y Hacienda (MEH, 2011). "Liquidación de los recursos del sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común y ciudades con estatuto de autonomía y de las participaciones en los fondos de convergencia autonómica regulados en la ley 22/2009 de 18 de diciembre, correspondientes al ejercicio 2009." Madrid.

<http://www.meh.es/es-ES/Estadistica%20e%20Informes/Estadisticas%20territoriales/Paginas/Informes%20financiacion%20comunidades%20autonomas2.aspx>

4. Cuadros

Cuadro 8

Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas anuales, %)	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	-0,3	-3,5	3,0	2,1	2,6
UEM	0,3	-4,1	1,7	2,0	1,3
Alemania	0,7	-4,7	3,5	3,3	1,8
Francia	0,1	-2,5	1,4	1,9	1,5
Italia	-1,3	-5,1	1,2	0,8	0,7
España	0,9	-3,7	-0,1	0,9	1,3
Reino Unido	-0,1	-4,9	3,4	1,3	1,6
América Latina *	5,2	-0,6	6,6	4,8	4,4
México	1,5	-6,1	5,4	4,1	3,8
EAGLES **	6,6	4,0	8,3	7,0	6,9
Turquía	0,7	-4,7	8,2	6,3	4,2
Asia-Pacífico	5,2	4,1	8,0	6,2	6,7
China	9,6	9,2	10,3	9,4	9,1
Asia (exc. China)	2,3	0,8	6,5	4,1	5,2
Mundo	2,8	-0,7	5,0	4,2	4,4

Fecha cierre de previsiones: 1 de Agosto de 2011

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

** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	3,6	3,2	3,2	3,3	4,0
UEM	4,0	3,3	2,8	3,2	3,5

Fecha cierre de previsiones: 1 de Agosto de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos (EUR por USD)	0,68	0,72	0,76	0,71	0,75
UEM	1,47	1,39	1,33	1,40	1,34
Reino Unido	1,82	1,56	1,55	1,63	1,66
China	6,95	6,83	6,77	6,46	6,15

Fecha cierre de previsiones: 1 de Agosto de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 11

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	0,61	0,25	0,25	0,25	1,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,75	2,00
China	5,31	5,31	5,81	6,81	7,31

Fecha cierre de previsiones: 1 de Agosto de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 12

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

	2008	2009	2010	2011	2012
PIB real	0,3	-4,0	1,7	2,0	1,3
Consumo privado	0,4	-1,1	0,8	1,2	1,3
Consumo público	2,3	2,5	0,3	0,6	0,1
Formación Bruta de Capital	-1,0	-11,3	-1,0	3,3	2,7
Bienes de equipo y otros productos	1,1	-15,0	3,1	6,1	4,0
Construcción	-2,2	-7,2	-3,9	0,0	0,8
Vivienda	-4,7	-10,3	-2,9	0,6	1,0
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	0,3	-3,3	0,9	1,5	1,2
Exportaciones	0,7	-13,1	11,1	6,4	3,2
Importaciones	0,6	-11,8	9,3	5,6	3,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,1	-0,8	0,8	0,5	0,1
Pro-memoria					
PIB sin inversión en vivienda	0,6	-3,7	1,9	2,1	1,3
Pib sin construcción	0,6	-3,7	2,3	2,2	1,4
Empleo total (EPA)	0,9	-1,8	-0,4	0,5	0,7
Tasa de Paro (% Activos)	7,6	9,5	10,2	9,8	9,5
Saldo cuenta corriente (%PIB)	-1,1	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1
Saldo de las AA.PP (%PIB)	.2	-6,3	-6,0	-4,4	-3,6
IPC media anual	3,3	0,3	1,6	2,7	1,8

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 13

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Actividad					
PIB real	0,9	-3,7	-0,1	0,9	1,3
Consumo privado	-0,6	-4,3	1,3	0,3	0,6
Consumo público	5,8	3,2	-0,7	-0,2	-1,3
Formación Bruta de Capital	-4,8	-16,0	-7,5	-4,9	-0,4
Bienes de equipo y otros productos	-3,0	-21,2	-2,1	0,6	3,0
Construcción	-5,9	-11,9	-11,1	-9,1	-2,9
Vivienda	-10,7	-24,5	-16,5	-7,5	0,9
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-0,6	-6,4	-1,1	-1,0	0,0
Exportaciones	-1,1	-11,6	10,3	11,0	6,0
Importaciones	-5,3	-17,8	5,5	3,7	1,0
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,5	2,7	1,0	1,8	1,3
PIB nominal	3,3	-3,1	0,8	3,5	3,7
(Miles de millones de euros)	1088,1	1053,9	1062,6	1100,3	1140,9
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-0,5	-6,8	-2,3	-0,8	0,5
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,0	20,1	20,8	20,7
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-0,5	-6,6	-2,4	-0,9	0,4
Productividad aparente del factor trabajo	1,4	2,9	2,2	1,7	0,9
Precios y costes					
IPC (media anual)	4,1	-0,3	1,8	3,0	1,4
Deflactor del PIB	2,4	0,6	1,0	2,7	2,4
Deflactor del consumo privado	3,5	0,1	2,8	3,6	0,8
Remuneración por asalariado	6,4	4,1	0,7	3,0	3,1
Coste laboral unitario	5,0	1,2	-1,5	0,9	2,1
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-9,7	-5,5	-4,5	-4,0	-1,6
Sector público					
Deuda (% PIB)	39,8	53,3	60,1	64,5	67,1
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,2	-11,1	-9,2	-6,0	-4,4
Hogares					
Renta disponible nominal	6,0	1,7	-1,8	0,7	3,2
Tasa de ahorro (% renta nominal)	13,5	18,1	13,1	10,4	12,0

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 será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

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 no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus 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 / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

*Economista Jefe Economías Desarrolladas***Rafael Doménech**

+34 91 537 36 72

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

+34 91 374 39 61

miguel.cardoso@bbva.com

Mónica Correa

+34 91 374 64 01

monica.correa@bbva.com

Juan Ramón García

+34 91 374 33 39

juanramon.gl@bbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

+34 91 374 58 87

juan.ruiz@bbva.com

Félix Lores

+34 91 374 01 82

felix.lores@bbva.com

Leticia Riva

leticia.riva@bbva.com

+34 91 374 62 66

Miguel Pérez

+34 91 374 75 28

m.perezvillaseca@bbva.com

Sistemas Financieros

Carlos Corcóstegui

+34 91 3748599

carlos.corcostegui@bbva.com

Virginia Pou

+34 91 537 77 23

virginia.pou@bbva.com

Pep Ruiz

+34 91 537 55 67

ruiz.aguirre@bbva.com

Camilo Andrés Ulloa

+34 91 537 84 73

camiloandres.ulloa@bbva.com

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz

+34 630 144 485

alvaro.ortiz@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

+34 91 537 37 76

mjimenezg@bbva.com

Agustín García Serrador

agustin.garcia@bbva.com

+34 91 374 79 38

BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

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

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

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

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@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@bbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: M-31254-2000