

Situación Canarias

Primer Semestre 2012
Análisis Económico

- **Continúa el crecimiento mundial** pero se incrementa la incertidumbre.
- **Europa, a la espera de una agenda creíble de crecimiento y ajuste fiscal**, se descuelga del crecimiento mundial.
- **España:** se confirma la recesión pero no se acelera.
- **El turismo abre una ventana de oportunidad a la economía canaria**
- **Acelerar la implantación de reformas**, un reto ineludible al que se enfrenta la comunidad insular.

Índice

1. Editorial.....	3
2. Entorno exterior: recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	5
3. Islas Canarias: dos años de ventana con ventaja, que deben ser aprovechados	12
Recuadro 1. IA BBVA-Canarias, un indicador sintético del estado de la economía canaria.....	21
Recuadro 2. Encuesta de actividad económica en Canarias: mejoras insuficientes dentro del pesimismo general.....	24
4. Evolución reciente de la financiación de las comunidades autónomas. El caso de Canarias.....	26
5. Cuadros.....	32

Fecha de cierre: 16 de mayo de 2012

1. Editorial

El crecimiento económico mundial se redujo de manera intensa durante los últimos trimestres de 2011, como resultado de una Europa que se resiente por la persistencia de las tensiones financieras, y de unas economías emergentes que llevan a cabo políticas más restrictivas diseñadas para evitar su sobrecalentamiento. Pese a ello, se seguirá observando un dinamismo relevante en estas últimas y, por tanto, la economía mundial seguirá mostrando un crecimiento sólido, en el entorno del 3,5%. No obstante, los riesgos sobre el comportamiento de la economía europea se han incrementado, debido, en primer lugar, a la incertidumbre sobre la efectividad de los mecanismos de defensa constituidos para los soberanos europeos; en segundo lugar, a las dudas sobre el crecimiento ante una agenda de reformas estructurales con un impacto incierto en el corto plazo y un proceso de consolidación fiscal procíclico; y en tercer lugar, a la falta de nuevos avances significativos en la gobernanza europea. Todo ello ha supuesto que, en la fecha de cierre de esta publicación, la incertidumbre se encuentre en máximos, afectando especialmente a las economías europeas y, en concreto, a las periféricas de este continente.

A la incertidumbre externa, la economía española debe sumar la corrección en marcha de sus desequilibrios estructurales, además del impacto coyuntural relacionado con la caída de la confianza, la desaceleración del crecimiento de las exportaciones, la expectativa de un ajuste fiscal más intenso en 2012 como consecuencia del incumplimiento de los objetivos fiscales en 2011 o el deterioro de la actividad y, especialmente, del empleo. Así, en 2011 la economía española logró un crecimiento anual promedio del 0,7%, pero durante 2012 sufrirá una contracción del 1,3%.

En este contexto, por tanto, la credibilidad y la potencia de las reformas en marcha serán clave para poder cambiar este escenario. En la medida en que estas reformas sean percibidas como cambios estructurales positivos, podrían facilitar que la recuperación futura sea más potente y sostenible.

La situación observada a nivel nacional afecta también, aunque de un modo diferenciado, a Canarias. En esta comunidad, la posición de partida considerando los factores internos es de relativa desventaja frente a otras comunidades autónomas: la elevada tasa de paro, el menor volumen de ahorro o el menor nivel de capital humano, condicionan tanto a corto como a medio plazo la posible recuperación de la demanda interna. En el lado relativamente positivo, el sector público autonómico, aún teniendo que realizar ajustes importantes, se encuentra entre los que parten de una mejor posición, por lo que la detracción al crecimiento debería ser relativamente menor por esta vertiente.

Asimismo, Canarias se ha visto beneficiada por un choque asimétrico en el turismo: la “primavera árabe”, que dificultó el acceso a buena parte de los mercados competidores, y que coincidió con una relativa mejora de la economía europea en 2011, ha beneficiado especialmente a las economías con mayor peso de la actividad turística y orientadas a los mercados exteriores. Así, Canarias fue la comunidad que más creció en 2011, y aunque en 2012 estos efectos se mitigarán, se mantendrá en el grupo de cabeza. Más allá, el agotamiento de estos factores obliga a la toma de posiciones relevantes en materia de reformas, habida cuenta de las dificultades estructurales a las que se enfrenta la economía canaria. A título de ejemplo, los cambios implementados en la reforma laboral podrían favorecer, para el conjunto de la economía española, un aumento en el nivel de empleo del 10% a medio plazo, pero este crecimiento debería ser mayor precisamente en aquellas comunidades donde los desajustes del mercado laboral son mayores, como Canarias.

Este primer número de la segunda época de la revista Situación Canarias pretende reflejar los instrumentos que pueden utilizarse para el análisis y seguimiento de la economía canaria, así como la situación actual de la misma, con vistas a plantear los retos que deben afrontarse, así como soluciones a los mismos. Pretende, por tanto, ser el punto de partida para que, en sucesivas ediciones de esta revista, se pueda convertir en una herramienta más de análisis, que favorezca el conocimiento de esta economía para el conjunto de agentes interesados y afectados por la misma. Así, en este primer número, y una vez analizado el contexto en el que se desenvuelve la actividad regional, se analizan de un modo especial tres aspectos de la economía canaria: en primer lugar, la posición estructural y coyuntural; en segundo lugar, se desarrollan dos herramientas para el seguimiento temprano de la actividad en Canarias; y en tercer lugar, se analiza la posición relativa del sistema fiscal autonómico tras la aplicación del nuevo sistema de financiación.

Con el análisis de la posición estructural y coyuntural, se pretende poner de manifiesto las fortalezas y debilidades de la economía canaria, y cómo éstas afectan al momento actual. Las herramientas de análisis son dos: por un lado, un indicador sintético de actividad que aprovecha no solamente información local sino también la de los principales mercados exteriores, que se están demostrando como el factor que permite un comportamiento distinto a la economía canaria. Y por el otro, la encuesta de actividad realizada a la red de oficinas de BBVA en las islas. Esta Encuesta, ya probada en otras comunidades autónomas durante largo tiempo, aprovecha el conocimiento que los profesionales de nuestra red tienen sobre el desarrollo de la actividad económica en el entorno de su área de trabajo, lo que acaba convirtiendo a esta encuesta en un buen indicador del PIB regional.

Finalmente, y dada la relevancia del proceso de consolidación fiscal en la actualidad, la revista analiza el punto de partida desde el que se debe actuar: el nuevo sistema de financiación autonómica, y los cambios que ha supuesto para Canarias frente al sistema anterior.

Con todo ello, BBVA Research intenta sentar las bases para futuras contribuciones al conocimiento de la economía canaria, que se irán desarrollando en próximas ediciones de esta misma revista.

2. Entorno exterior: recuperación global, pero se reavivan los riesgos

El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Pero los riesgos sobre el crecimiento están fuertemente sesgados a la baja

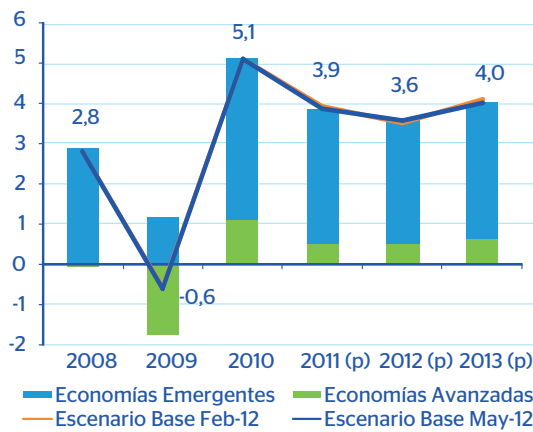
Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicadas hasta mediados de 2011. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre. Así, esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. En las economías avanzadas, continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Y en éstos, los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna.

Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

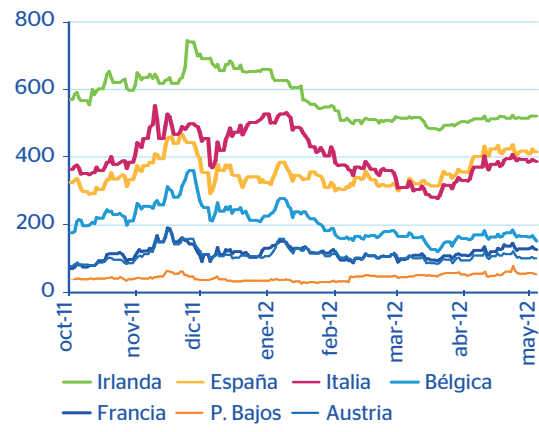
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo la atomización política en las últimas elecciones, la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM). Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra. En tercer lugar, el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en “circunstancias excepcionales” puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa
(diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se redujeron en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no funcionar con excepciones que serían difíciles de entender), apuntando a objetivos de déficit estructural -en consonancia con el espíritu del tratado fiscal- y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial.

Los precios actuales del petróleo tendrán sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Sin embargo, un fuerte repunte adicional de los precios sí representa un riesgo elevado

Una segunda amenaza para la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 20% más alto que en nuestras previsiones de febrero, que en nuestra opinión sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo, evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo.

En España, a pesar de que se han despejado algunas dudas inherentes a la política económica...

Durante los últimos tres meses la incertidumbre que pesaba sobre algunos de los factores que condicionaban la evolución de la economía española ha disminuido. En Europa, los datos macroeconómicos evidencian un deterioro de la economía real algo menos pronunciado de lo que se anticipaba. A su vez, la prolongación del tono acomodaticio de la política monetaria y de las medidas no convencionales de liquidez llevadas a cabo por el Banco Central Europeo (BCE), junto con los paulatinos avances en la gobernanza, la reestructuración de la deuda griega y, finalmente, los esfuerzos de consolidación fiscal y la puesta en marcha de reformas estructurales en algunos de sus estados miembros, contribuyeron a moderar temporalmente la inestabilidad en los mercados de deuda soberana, aunque no a eliminarla completamente.

En el entorno doméstico, la incertidumbre sobre la política económica también ha disminuido, como reflejan la adopción de medidas que aumentan la credibilidad sobre el cumplimiento de los objetivos fiscales del Estado, la implementación de una reforma laboral ambiciosa, y el anuncio de una nueva reforma del sector financiero.

...se mantiene nuestro diagnóstico sobre la precariedad de los determinantes fundamentales de la economía española en el corto plazo

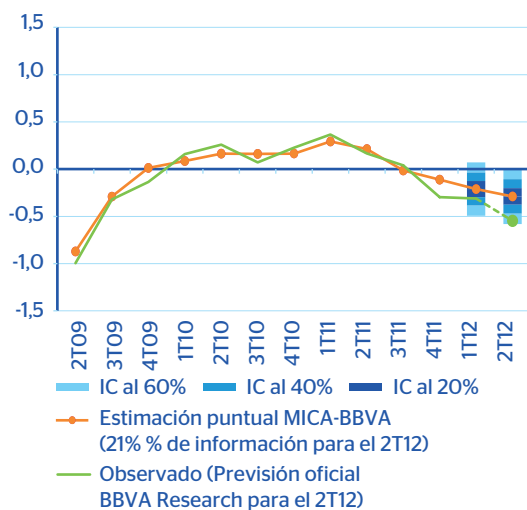
A pesar de lo anterior, se ha confirmado la entrada de la economía española en un nuevo periodo recesivo. En primer lugar, se estima que el acceso a la financiación externa continuará siendo limitado y relativamente caro para el sector privado, por la falta de una resolución definitiva de los problemas de gobernanza que aquejan a la Unión Europea. En segundo lugar, las perspectivas de crecimiento en Europa siguen apuntando a una contracción moderada para el conjunto de 2012, que se traducirá en una demanda débil de las exportaciones españolas. En tercer lugar, la presión al alza sobre los precios del petróleo supone un sesgo adicional a la baja sobre el crecimiento, aunque de una magnitud moderada por ser de naturaleza transitoria y no exclusivamente explicada por factores relacionados con un riesgo geopolítico.

En lo que respecta a los condicionantes domésticos, la evolución reciente de la economía se ha situado en línea con nuestras expectativas, tanto durante el cuarto trimestre de 2011 como en el primer trimestre de 2012 (ver Gráfico 3), tal y como se infiere de la información disponible hasta el momento de cierre de esta publicación. Sin embargo, los datos del último trimestre del año anterior revelaron una debilidad significativamente mayor de la esperada en la demanda doméstica.

Más importante es, sin embargo, la diferenciación negativa que se observa en los precios de la deuda pública española (ver Gráfico 2) como consecuencia tanto de una desviación mayor que la esperada respecto a los objetivos de déficit público en 2011 (y por lo tanto, del incremento en el tamaño de las medidas necesarias para alcanzar la meta a final de este año), como de la falta de medidas transparentes que garanticen el cumplimiento de los objetivos de 2012 por parte de las comunidades autónomas, y de las dudas sobre la velocidad de implementación y el coste de la reforma del sistema financiero. Este aumento de la prima de riesgo intensifica el impacto negativo que el ajuste fiscal puede tener sobre la economía, al limitar la mejora en la confianza de los anuncios de política económica. Asimismo, la composición de las medidas presupuestarias, más concentradas de lo que se anticipaba en la imposición directa y en el gasto en inversión, no minimiza el impacto negativo del ajuste sobre el crecimiento.

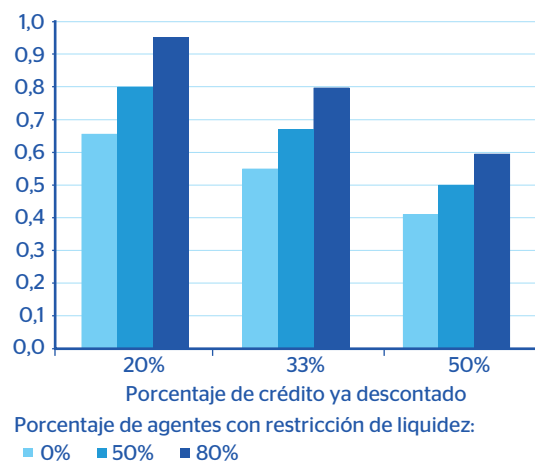
Pese a lo anterior, existen algunos factores que continuarán actuando como contrapeso. En el corto plazo, la política monetaria (y de liquidez) por parte del BCE seguirá siendo proclive a apoyar la demanda y la estabilidad financiera, que unido a los diferenciales de crecimiento entre Europa y el resto del mundo, conllevarán un euro algo más débil de lo anticipado. Ello podría acelerar las ganancias de competitividad de las empresas exportadoras. Asimismo, el Gobierno ha anunciado un programa de pago a proveedores (ver Gráfico 4), que incluye recursos en torno a 2,5 puntos de PIB, que podría llegar a tener un impacto (temporal) significativo en el gasto durante los próximos meses. Además, y aunque los efectos en el corto plazo pueden ser limitados, de ejecutarse de forma inmediata y efectiva, la reforma laboral podría permitir una menor destrucción de empleo en 2012 y sentar las bases para una recuperación más robusta en el medio plazo.

Gráfico 3
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



Previsión actual: 16 de mayo de 2012.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
Impacto en PIB del Plan de Proveedores (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research

A pesar de que se han despejado algunas dudas inherentes a la política económica, se mantiene nuestro diagnóstico sobre el empeoramiento de los determinantes de la evolución de la economía española en el corto plazo, lo que supone la confirmación de la entrada en un nuevo periodo recesivo que probablemente se prolongará hasta finales del año. Estas perspectivas de crecimiento para la economía española seguirán estando profundamente marcadas por una elevada heterogeneidad en la evolución de las economías regionales, producto tanto de la distinta incidencia de los factores que condicionan el escenario macroeconómico, como del distinto punto de partida. Con todo, es necesario resaltar que, en todo caso, los riesgos se encuentran concentrados a la baja y, dadas las necesidades de financiación externa de la economía española, el contexto actual supone un incremento de la probabilidad de escenarios de riesgo.

Empezando por los factores externos, la inestabilidad en los mercados de capitales y de deuda soberana en Europa seguirá pesando sobre el coste de financiación a medio y largo plazo de la economía española, aunque la política monetaria y las medidas no convencionales de liquidez del BCE previsiblemente continuarán actuando como contrapeso en el corto plazo. Asimismo, las

perspectivas de contracción de la economía europea limitarán el crecimiento de la demanda externa, a pesar de que dicha contracción será algo menor de lo que se esperaba hace tres meses y de que el crecimiento global, junto con un euro algo más débil de lo anticipado, actuarán como soporte.

A los anteriores factores externos –que ya estaban incorporados parcialmente en nuestro escenario– se suma la presión al alza sobre los precios del petróleo, que supone un sesgo adicional a la baja sobre el crecimiento y al alza sobre la inflación. No obstante, ante la ausencia de presiones inflacionistas de demanda interna en el conjunto de la UEM, no se espera una reacción contractiva de la política monetaria ante la mayor inflación importada, lo que unido a la naturaleza transitoria del shock, acotará significativamente el impacto sobre el crecimiento de la economía española. En particular, si bien es cierto que dentro de las causas que subyacen al episodio actual se encuentra la restricción sobre la oferta por el recorte parcial del suministro de crudo de Irán, también se observa una presión alcista en la demanda, tanto por motivos precautorios ante el aumento de la incertidumbre, como por unas expectativas de crecimiento elevado en las economías emergentes. Así, mientras que el impacto sobre la inflación será sustancial, el último factor mencionado compensará, al menos parcialmente, el efecto contractivo sobre el PIB.

En el plano doméstico, el principal factor que incide sobre nuestro escenario es la continuidad de la corrección de los desequilibrios acumulados antes y durante la actual crisis económica que, en suma, suponen un lastre significativo sobre el crecimiento, aunque en línea con lo que adelantábamos hace tres meses. La política fiscal mantendrá un tono contractivo, cuyos efectos no podrán ser contrarrestados por una demanda doméstica privada que sigue lastrada por el proceso de desapalancamiento y la debilidad de sus fundamentales.

Como ya se descontaba en otras publicaciones de BBVA Research, el Gobierno ha presentado las medidas discrecionales necesarias para corregir la desviación de la senda de consolidación fiscal registrada en 2011 que, a la luz del escenario macroeconómico, se saldará con la reducción del déficit de 3,2pp hasta el 5,3% del PIB durante el presente año. Aunque las medidas anunciadas sugieren que globalmente el ajuste fiscal es factible y que los objetivos del Estado son creíbles, carecen de medidas concretas y transparentes que garanticen el estricto cumplimiento de los objetivos establecidos para las comunidades autónomas. Dichas dudas, junto con las inherentes a la desviación respecto a los objetivos en 2011, y al significativo tamaño de la consolidación fiscal en 2012, al que se añade la velocidad de implementación y al coste de la reforma del sistema financiero, han redundado en una diferenciación negativa de la deuda pública española. Ello limita la mejora en la confianza que puedan tener los anuncios de política económica, intensificando el impacto negativo del ajuste fiscal sobre la economía. Asimismo, la composición de las medidas presupuestarias que han sido anunciadas se concentra, de forma más pronunciada a lo que anticipábamos, en la imposición directa y en el gasto en inversión, lo que tampoco minimizará el impacto negativo del ajuste.

A pesar de lo anterior, existen igualmente elementos de carácter doméstico que pueden influir positivamente sobre nuestro escenario. En primer lugar, y en lo que respecta al corto plazo, el Gobierno central ha puesto en marcha el programa de pago a proveedores de las comunidades autónomas y corporaciones locales, que movilizará recursos en torno al 2,5% del PIB. Este programa de inyección de liquidez tendrá un impacto positivo en la actividad, aunque su magnitud final dependerá del porcentaje de las obligaciones que ya haya sido previamente descontado por los acreedores, así como de su grado de liquidez¹. En segundo lugar, la reforma del mercado de trabajo aprobada en febrero podría facilitar el necesario reequilibrio entre el ajuste del margen extensivo (ocupados) y el intensivo (horas de trabajo y remuneración) y reducir la segmentación si se ejecuta de forma inmediata y efectiva, si bien no evitará que la economía continúe destruyendo empleo en el corto plazo. De este modo, se sientan las bases para que se produzca una recuperación más robusta en el medio plazo, y para elevar el crecimiento potencial de la economía en el largo plazo.

Una vez descontados los anteriores factores, es de prever que la economía española continúe registrando tasas de crecimiento intertrimestrales negativas durante los próximos trimestres, lo que supone, en el escenario más probable, una contracción del PIB en torno al -1,3% para el conjunto de 2012. Asimismo, es de esperar que la recuperación a partir de 2013 sea lenta, con tasas de crecimiento del PIB positivas, aunque de una magnitud moderada, que darían lugar a un crecimiento en el entorno del 0,6%. A pesar de la reforma laboral, las perspectivas de contracción de la economía provocarán un deterioro adicional del mercado de trabajo durante el año actual: el empleo disminuirá durante el 2012 y la primera mitad de 2013, lo que provocará un repunte de la tasa de desempleo, que se situará en el entorno del 25% a pesar de la caída esperada de la población activa.

1: Ver Situación España, mayo 2012.

El deterioro de los fundamentales supondrá un empeoramiento significativo tanto de la demanda doméstica como de las importaciones, así como una desaceleración de las exportaciones

En primer lugar, el detalle de las medidas presentadas para corregir la desviación del déficit público respecto a los objetivos de 2011, y que permitan cumplir los compromisos alcanzados para 2012, supone una revisión a la baja del gasto público que, en términos reales de la Contabilidad Nacional de España (CNE), se saldaría previsiblemente con una caída del 8,0% del consumo público y del 5,6% de la inversión en construcción no residencial en 2012. Dicho tono contractivo se prolongaría durante 2013, que según nuestras estimaciones, se cerraría con un retroceso del consumo público en torno al 5,6% y de la inversión en otras construcciones del 4,9%.

En lo que respecta al consumo privado, la degradación prevista de sus determinantes anticipa una caída del gasto durante todo 2012 y la primera mitad de 2013. Así, el deterioro del empleo provocará una disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de los hogares. Adicionalmente, el incremento de la presión fiscal como consecuencia de la necesidad de satisfacer los objetivos de déficit público reducirá el componente no salarial a pesar del posible repunte transitorio que pueda experimentar el volumen de prestaciones por desempleo. Por su parte, la riqueza financiera neta no se recuperará ritmos positivos de crecimiento hasta 2013, mientras que la inmobiliaria continuará cayendo durante todo el horizonte de predicción. Por el contrario, la reducción de la tasa de ahorro de los hogares hasta niveles inferiores a los registrados durante el ciclo precedente, la ausencia de presiones inflacionistas de demanda y el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos acotarán la contracción del consumo privado durante el próximo bienio.

La inversión en equipo y maquinaria continuará influenciada por la debilidad de la demanda doméstica y por las dificultades de acceso al crédito. Sin embargo, un deterioro de la economía europea algo menor del esperado hace tres meses y una depreciación del euro superior a la anticipada supondrán una caída de la inversión empresarial en 2012 ligeramente inferior a la prevista inicialmente, aunque en todo caso seguirá siendo importante (-4,6% a/a). En 2013 se producirá una recuperación de la inversión empresarial (+2,4%), sustentada fundamentalmente en la ganancia de competitividad de las empresas exportadoras y en una mayor demanda externa.

En lo que respecta a la inversión en vivienda, no se incorporan cambios relevantes respecto a lo que adelantábamos hace tres meses. El deterioro de la economía y las tensiones financieras que siguen dificultando el acceso al crédito condicionarán la marcha del mercado residencial durante 2012. De hecho, no se espera que las medidas fiscales que entraron en vigor a comienzos de año vayan a tener un impacto significativo en la inversión en el corto y medio plazo. En este sentido, resultan esclarecedores los datos de inversión residencial observados durante la última parte del pasado año, que no parecen haberse visto muy influenciados por la rebaja temporal del IVA de la vivienda al 4% que entró en vigor en septiembre de 2011. En consecuencia, se mantiene la previsión de caída de la inversión residencial para 2012 en el entorno del 6,6% a/a y se espera que la recuperación, aunque de manera lenta, se inicie en la última parte de 2013 (-1,6% a/a para el conjunto del año). En cualquier caso, se debe tener en cuenta que tras estas previsiones para la economía española existen comportamientos muy diferenciados por áreas geográficas, unas diferencias que probablemente se mantendrán debido al distinto ritmo al que vienen ajustándose los mercados inmobiliarios regionales, las distintas necesidades de ajuste fiscal autonómico y la diferente velocidad a la que evolucionarán las economías territoriales.

Finalmente, en lo referente al sector exterior, se registra una mejora en las perspectivas de exportación en el horizonte temporal 2012-2013 respecto a lo anticipado en la anterior edición de esta publicación. Dicha mejora se corresponde con la revisión al alza de las expectativas de crecimiento en la UEM y con las previsibles ganancias de competitividad-precio, especialmente marcadas en el año en curso, que se derivan tanto de la mayor depreciación prevista del euro como de la evolución favorable del diferencial de precios con los principales socios comerciales de la economía española. Así, se prevé que las exportaciones de bienes y servicios crezcan un 4,0% en 2012, lo que en todo caso supone una significativa desaceleración respecto al crecimiento registrado en los dos años anteriores (13,5% y 9,1% en 2010 y 2011, respectivamente)¹⁰. En 2013, una vez que la economía europea se distancie de las cotas de crecimiento negativas, las exportaciones españolas volverían a retomar un ritmo de crecimiento más vigoroso, hasta el entorno del 8,9%. Por su parte, la senda importadora de la economía se revisa a la baja dado el lastre que ejerce la

El Servicio de Estudios
 del Grupo BBVA

demanda doméstica, anticipando un bienio 2012-2013 caracterizado por la fuerte contribución de la demanda exterior neta al crecimiento económico y la corrección del saldo deficitario por cuenta corriente, esta última a pesar del previsible efecto negativo que el aumento temporal del precio del petróleo ejercerá sobre las necesidades de financiación con el exterior.

 Cuadro 1
España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	0,4	-0,8	-0,6	-1,8	-2,4	-0,7	-3,6	-2,1
G.C.F Privado	0,4	-0,3	0,5	-1,1	-1,3	-0,1	-2,0	-0,9
G.C.F Hogares	0,4	-0,3	0,5	-1,1	-1,3	-0,14	-2,0	-0,9
G.C.F AA.PP	0,6	-2,1	-3,6	-3,6	-5,4	-2,2	-8,0	-5,6
Formación Bruta de Capital	-4,8	-5,4	-4,2	-6,6	-7,5	-5,2	-7,5	-1,0
Formación Bruta de Capital Fijo	-4,9	-5,4	-4,0	-6,2	-7,3	-5,1	-7,4	-1,0
Activos Fijos Materiales	-5,3	-5,6	-4,3	-6,5	-7,5	-5,4	-7,8	-1,2
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	5,5	1,0	2,2	-2,7	-4,3	1,5	-4,5	2,9
Equipo y Maquinaria	5,7	1,1	2,2	-2,7	-4,3	1,6	-4,6	2,8
Construcción	-9,2	-8,1	-7,0	-8,2	-9,0	-8,1	-9,2	-3,2
Vivienda	-5,8	-5,2	-4,1	-4,3	-6,0	-4,9	-6,6	-1,6
Otros edificios y Otras Construcciones	-12,4	-10,8	-9,7	-11,9	-11,8	-11,2	-11,8	-4,9
Activos Fijos Inmateriales	1,5	-3,1	2,0	-0,3	-4,0	0,0	-2,3	2,4
Demanda nacional (*)	-0,8	-1,9	-1,4	-2,9	-3,5	-1,8	-4,5	-1,8
Exportaciones	13,1	8,8	9,2	5,2	3,2	9,1	4,0	8,9
Importaciones	6,0	-1,3	0,9	-5,9	-7,0	-0,1	-6,2	1,6
Saldo exterior (*)	1,7	2,7	2,2	3,2	3,1	2,5	3,1	2,4
PIB pm	0,9	0,8	0,8	0,3	-0,5	0,7	-1,3	0,6
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	1,5	1,3	1,2	0,6	-0,1	1,2	-0,9	0,7
PIB sin construcción	2,9	2,5	2,2	1,7	1,0	2,3	0,0	1,1
Empleo total (EPA)	-1,3	-0,9	-2,1	-3,3	-4,0	-1,9	-4,6	-2,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	21,3	20,9	21,5	22,8	24,4	21,6	24,6	24,8
Empleo total (e.t.c.)	-1,6	-1,3	-2,0	-3,3	-3,8	-2,0	-4,3	-2,0

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research a partir de INE

3. Islas Canarias: dos años de ventana con ventaja, que deben ser aprovechados

Según los datos publicados recientemente por el INE, la economía canaria habría experimentado un desempeño notable durante el pasado año 2011, con un crecimiento del 2,1%, frente al 0,7% del conjunto de España. Ello supone que la comunidad canaria fue la comunidad que experimentó un mayor crecimiento durante el año pasado, solamente seguida (y a una distancia ya considerable) por Baleares, cuyo crecimiento se situó en el 1,4%. Detrás de este buen comportamiento de la economía canaria (y también de Baleares) se encuentra un sector turístico que el año pasado experimentó -y también, aunque en menor medida, también lo hará en 2012- una serie de choques favorables que arrastraron al conjunto de la economía.

Los acontecimientos en el Magreb -la primavera árabe- y la inestabilidad que han conllevado en los distintos países del sur del Mediterráneo dieron como resultado un cierre parcial de los mercados turísticos de estos países. De este cierre de mercados competidores supo aprovecharse bastante bien la economía española, con un incremento relevante del turismo exterior. De este modo, el impacto turístico no se vio reflejado en todas las comunidades autónomas orientadas al turismo, sino que el impacto fue especialmente positivo en las que tienen una preponderancia de los mercados exteriores, dada la depresión en la que se mantuvo la demanda interna española. No obstante, en 2011, el crecimiento no solamente se observó en los sectores vinculados con el turismo (transporte, servicios hoteleros y de restauración, comercio) sino que también se observaron cifras positivas en la producción de energía y el resto de industria, especialmente la orientada a nutrir a los sectores más directamente vinculados con el turismo.

Las cifras positivas de 2011, por tanto, suponen un balón de oxígeno relativo para la economía canaria. No obstante, los problemas a los que se enfrenta esta economía siguen latentes, y en la medida en que sitúan a Canarias en una posición diferencialmente negativa frente a la media de regiones, continuarán lastrando su crecimiento. Además, el cierre de los mercados competidores, que en buena parte ha apoyado el buen comportamiento de estos dos años, debe ser considerado como un choque transitorio, y no permanente. En la medida en que estos mercados vayan reabriéndose, la capacidad de competir del sector turístico canario volverá a ponerse a prueba. Por tanto, Canarias debe ser capaz de aprovechar esta "ventana de oportunidad" para modernizar su economía, y afrontar el nuevo ciclo en condiciones de liderazgo en el sector turístico, aprovechando su capacidad como motor de la economía pero también buscando una menor dependencia del flujo de extranjeros para otros sectores como la industria.

El reto, por tanto, es ambicioso y para ello es importante conocer la posición de la economía canaria. En este primer número de esta segunda época de la revista Situación Canarias (que fue editada también hace unos años) se ofrece, en primer lugar, un repaso de cuál es la situación comparativa de la economía canaria en lo referente a los distintos desequilibrios que lastran el crecimiento de un modo diferencial, para después, observar qué comportamiento están mostrando los diversos indicadores de coyuntura y, finalmente, ver cuáles son las perspectivas en un horizonte que alcanza a 2013.

En la opinión de BBVA Research, y como ya ha sido expresado en las distintas publicaciones realizadas por este servicio de estudios, diversos factores contribuyen a explicar por qué la crisis de los últimos años parece cebarse más en unas regiones que en otras. Parte de estos factores diferenciales se gestaron durante el periodo de expansión, el *boom* inmobiliario, los niveles de apalancamiento del sector privado, o la tasa de ahorro de los hogares. Otros, en cambio, son consecuencias directamente atribuibles a la crisis, como la elevada tasa de paro, o el deterioro de la situación de las cuentas autonómicas y locales. El ajuste de estas variables tendrá especiales consecuencias en el corto y medio plazo, dadas las limitaciones para la demanda interna que se derivan de estos problemas, y el consiguiente arrastre sobre el sector privado. Finalmente, algunos de ellos son de corte más estructural, como la especialización sectorial, el grado de apertura de la economía, las dotaciones de capital humano e infraestructuras, la estructura del mercado laboral o incluso el nivel de renta relativa. Todos estos factores condicionan en mayor o menor medida, dependiendo de la magnitud del desequilibrio en cada uno ellos y de la relevancia de los mismos en cada una de las economías, la heterogeneidad en el crecimiento regional a lo largo de la crisis y, especialmente, la que podría continuar en próximos trimestres.

Desequilibrios de la economía canaria: un lastre que cuesta digerir

El resumen de los desequilibrios a los que se enfrenta cada una de las economías regionales puede encontrarse en el Cuadro 2. En este cuadro se ofrece, para cada uno de los indicadores que reflejan los desequilibrios anteriormente expresados, las diferencias respecto a la media española.

Cuadro 2
Mapa de indicadores de riesgo por Comunidades Autónomas

	MAD	PVAS	NAV	ARA	CANT	CYL	AST	RIO	CAT	CANA	GAL	CV	BAL	MUR	CLM	EXT	AND
Indicador sintético de corto plazo	0,9	0,9	1,2	1,3	1,2	1,5	1,4	1,4	1,5	1,8	1,4	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Exceso de oferta en vivienda	1	1	1	2	1	2	1	3	2	2	2	2	2	2	2	0	2
Ajuste en el precio de la vivienda desde máximos	1	3	2	0	2	2	2	1	1	2	2	2	2	2	2	3	1
Diversificación sectorial exterior	2	2	3	3	1	3	1	1	2	1	2	2	1	1	1	2	1
Apalancamiento en el sector privado	1	1	2	1	1	1	1	1	2	2	1	2	2	2	2	2	2
Tasa de desempleo	1	0	1	1	1	1	2	2	2	3	1	2	2	2	2	2	3
Deuda autonómica (% PIB)	1	1	2	2	1	1	1	2	3	1	2	3	2	2	3	2	1
PIB per cápita relativo	0	0	0	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2
Apertura comercial (bienes y turismo)	2	1	0	2	2	2	2	2	1	1	1	2	1	1	2	3	2
Tasa de ahorro de los hogares	2	1	0	1	1	2	2	1	2	3	2	2	3	2	1	1	2
Índice de libertad económica	0	1	1	2	2	1	2	1	2	1	2	2	1	2	2	3	3
Capital humano	0	0	1	1	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2
I+D / PIB	0	0	0	2	2	2	2	2	1	2	2	2	3	2	2	2	2
Infraestructuras / PET	2	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	3	3	2	2	3
Indicador sintético de largo plazo	0,4	0,4	0,6	1,1	1,2	1,1	1,3	1,3	1,3	1,7	1,9	1,9	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4

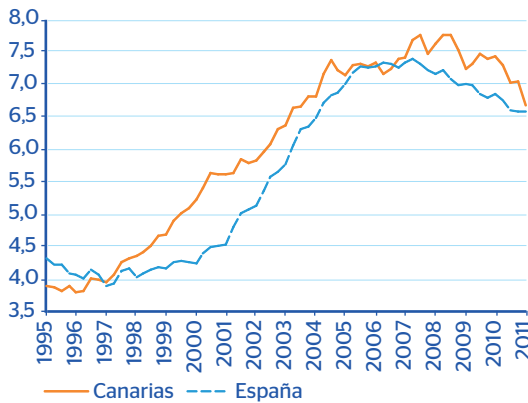
(*) Un valor mayor (o un color más claro) indican un mayor nivel de riesgo. 3 señala que el valor se encuentra por encima de 1,5 desviaciones típicas frente a la media española. 2 y 1 señalan que el valor se encuentran entre 0 y 0,75 desviaciones típicas por encima o por debajo de la media española. 0 implica que el valor de la variable se encuentra más de 1,5 desviaciones típicas por debajo de la media española. Para el PIB per cápita relativo, la apertura comercial y la tasa de ahorro los valores están invertidos. Los indicadores globales se computan por promedio de los indicadores parciales.
Fuente: BBVA Research

Mayor sobre oferta de vivienda, sin más rapidez en el ajuste del sector

El primer aspecto analizado en el cuadro, y el referente mayor que comúnmente se utiliza para explicar la crisis, es el comportamiento del sector inmobiliario. Este sector, que se convirtió en el motor principal de la heterogeneidad regional en el periodo de expansión, es también el que tiene más efectos de arrastre durante la crisis. En Canarias, la demanda de vivienda se vio impulsada no solamente por el comportamiento de la demanda interna y el choque migratorio (retroalimentándose estos con la actividad de la construcción) sino que también recibió un impulso adicional de la demanda de no residentes. Como consecuencia, el esfuerzo de acceso a la vivienda durante la primera parte del periodo de expansión se situaba en Canarias claramente por encima de la media nacional (ver gráfico 5), condicionando (como se analiza posteriormente) el grado de apalancamiento de los hogares canarios.

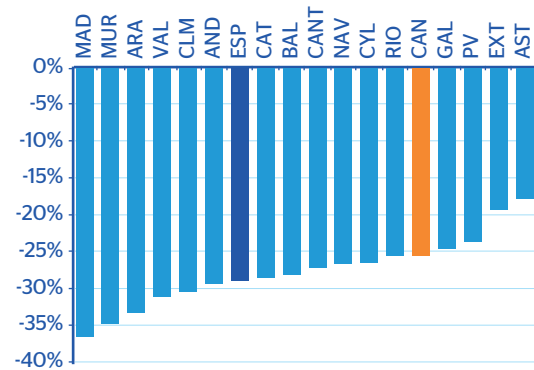
Además, Canarias se encuentra en el grupo de las comunidades con una mayor sobreoferta de vivienda, aunque la corrección en los precios está siendo más lenta que en la media de la economía. En definitiva, esta situación refleja que el ajuste del sector inmobiliario se está produciendo con más lentitud de la deseada, y como tal, lastrando el crecimiento futuro.

Gráfico 5
Número de años necesarios para pagar una vivienda con la renta salarial



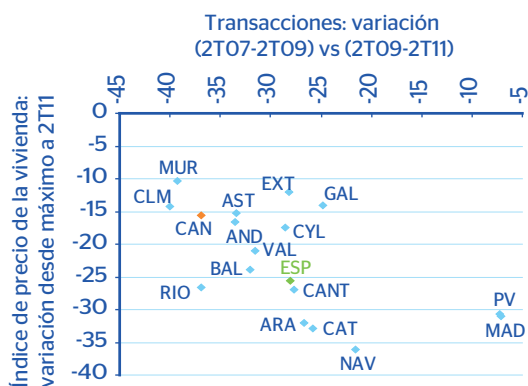
Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 6
España: variación del precio de la vivienda desde máximo a 1T12



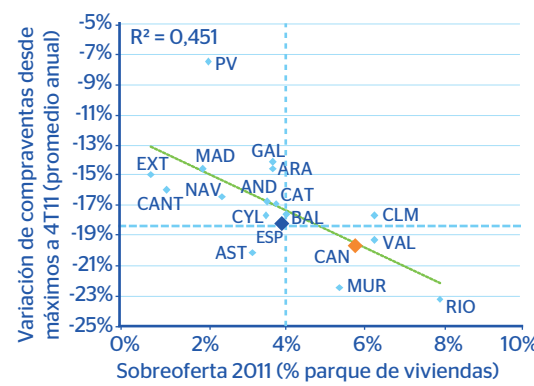
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 7
Variación del precio real y variación de transacciones de vivienda



Fuente: INE, MFOM y BBVA Research

Gráfico 8
España corrección del número de compraventas y sobreoferta en 2010



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Así pues, el redimensionamiento del sector de la construcción, que será más largo que el correspondiente al promedio nacional, supone un elemento diferencial negativo para las posibilidades de crecimiento canario en el corto plazo.

Mayor nivel de apalancamiento, que incide negativamente sobre la demanda interna

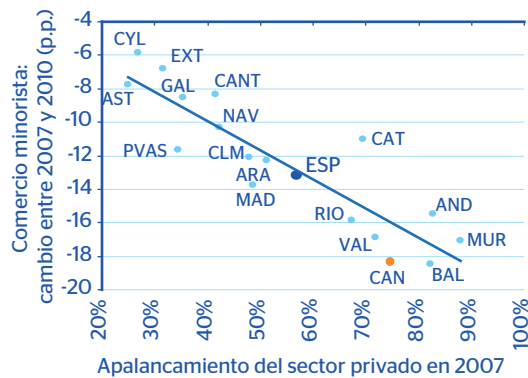
En segundo lugar, la diferenciación regional también viene definida por el grado de **endeudamiento del sector privado**. En este caso, Canarias parte también de una posición de relativa desventaja, por el mayor nivel de apalancamiento (ver Gráfico 9), que limita las posibilidades de los agentes de amortiguar caídas en la renta (mediante eventuales aumentos del crédito) y suponen mayores costes por la carga de intereses. Como antes se planteaba, una parte de este mayor nivel de endeudamiento relativo se explica por el mayor coste de la vivienda respecto al conjunto de España durante el *boom*, lo que habría afectado a los hogares compradores. Pero otros factores han incidido también en este hecho. De un lado, el elevado peso de la actividad constructora durante el *boom* supuso una mayor concentración de recursos en empresas que operan con elevados niveles de apalancamiento, como las de la inversión residencial, que ahora están bloqueando recursos que dejan de estar disponibles para otros menesteres, dado que los mercados de capitales se encuentran cerrados. Por otro lado, los hogares de Canarias muestran tradicionalmente una baja tasa de ahorro, lo que también impacta negativamente sobre la capacidad de amortiguar el

consumo ante caídas de la renta disponible, que en el momento actual se ve afectada por la caída del empleo (y la especialmente por la elevada tasa de paro), el ajuste en los salarios y los aumentos impositivos.

La tasa de ahorro de Canarias se ve afectada, a su vez, por el impacto de los no residentes (en el consumo) o de los residentes extranjeros que obtienen rentas del exterior pero son consumidas en Canarias. En cualquier caso, otros indicadores (como por ejemplo, la ratio del volumen de depósitos bancarios de otros sectores residentes sobre el PIB, que se sitúa un 50% por debajo de la media española) permiten considerar que la tasa de ahorro se sitúa por debajo de la media.

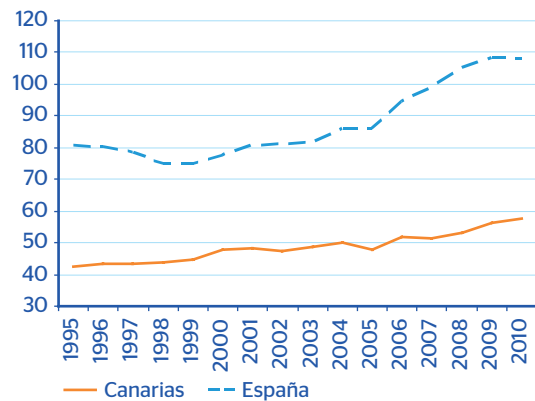
Esta menor tasa de ahorro, por tanto, influye también en la capacidad para reducir el nivel de apalancamiento, profundizando y posponiendo en el tiempo la solución del problema de estrangulamiento de la demanda interna que actualmente afecta a Canarias.

Gráfico 9
Impacto del apalancamiento neto en el sector privado



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Banco de España

Gráfico 10
Depósitos de otros sectores residentes (% sobre el PIB)



Fuente: BdE, INE y BBVA Research

En este sentido, el Gráfico 9 muestra cómo los agentes privados de las Islas Canarias alcanzaron un nivel de endeudamiento neto² superior al del conjunto de España, lo que ha penalizado en mayor medida la demanda interna regional. Este mayor apalancamiento en relación a la media nacional se produce, fundamentalmente, por el menor ahorro de los agentes canarios, que se refleja en una menor acumulación de depósitos -casi la mitad de la media nacional- como muestra el Gráfico 10 - lo que sitúa a la economía regional en una situación compleja. A pesar de esto, el nivel de endeudamiento del sector privado no es distinto al de la media nacional, pero la difícil posición de la comunidad en términos de ahorro, el menor nivel de renta y la mayor tasa de paro son aspectos que dificultan la reducción de este endeudamiento, y que inciden de un modo especial en Canarias.

Con la segunda mayor tasa de paro, el mercado laboral es el problema más importante al que se enfrenta Canarias

El tercer factor explicativo de la diferenciación regional, ligado intrínsecamente al ajuste del sector inmobiliario y a la debilidad de la demanda interna resultante del proceso de desapalancamiento, es la situación del **mercado laboral**.

Las Islas Canarias han presentado históricamente una tasa de paro casi 4pp superior a la de la media española - promedio trimestral desde 1976 -. Además, estas diferencias han sido especialmente relevantes durante los periodos recesivos. Así, la tasa de paro de Canarias, que alcanzó el 32,3% en 1T12, se sitúa casi 8pp por encima del promedio nacional y solo es superada por la de Andalucía.

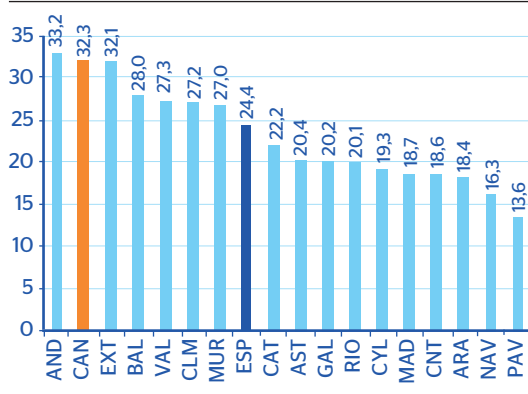
Una parte del comportamiento diferencial del mercado laboral podría venir explicada por las características propias de este mercado en la región. Por un lado, una elevada tasa de temporalidad, y por el otro, un nivel de capital humano que se sitúa por debajo de la media nacional. El primer aspecto, que conlleva una menor estabilidad en los puestos de trabajo, da lugar a una serie de

2: El endeudamiento neto se define como la diferencia entre Créditos a Otros Sectores Residentes (OSR) y Depósitos a OSR en términos de PIB

consecuencias: menor esfuerzo en la mejora del capital humano, tanto por parte de empresas como de trabajadores; y reducción *de facto* de los costes de despido, que se traducen en una mayor sensibilidad de la tasa de empleo (y de paro) a las oscilaciones en la actividad. En definitiva, la mayor temporalidad supone una menor certidumbre respecto a flujos de renta futura, que faciliten la toma de decisiones.

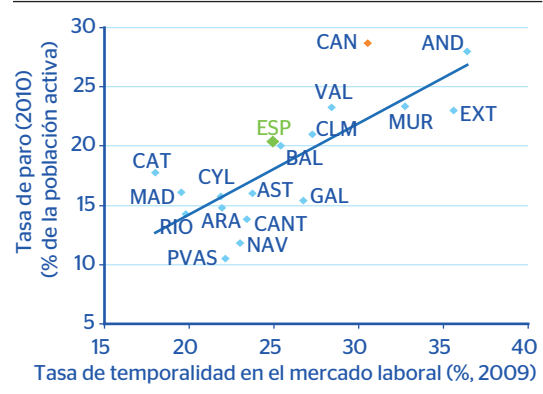
Tradicionalmente, una parte de esta situación se achaca a la estacionalidad del sector turístico (y a que éste opera con una elevada intensidad de mano de obra, pero no necesariamente cualificada). No obstante, algunos casos, como el de Baleares, con una especialización aún mayor en turismo, muestran la posibilidad de operar con niveles de temporalidad menores, incluso con una estacionalidad mayor. Por tanto, la reforma laboral, que potencia los ajustes en el seno de la empresa a través de la flexibilización de los distintos métodos de despido, favoreciendo la formación y la adaptación de los horarios a la demanda, y dado el margen existente, puede hacer que Canarias sea una de las Comunidades que salga más beneficiada de la implantación de los distintos mecanismos que abre esta reforma.

Gráfico 11
Tasa de paro por CC.AA. (1T12, % población activa)



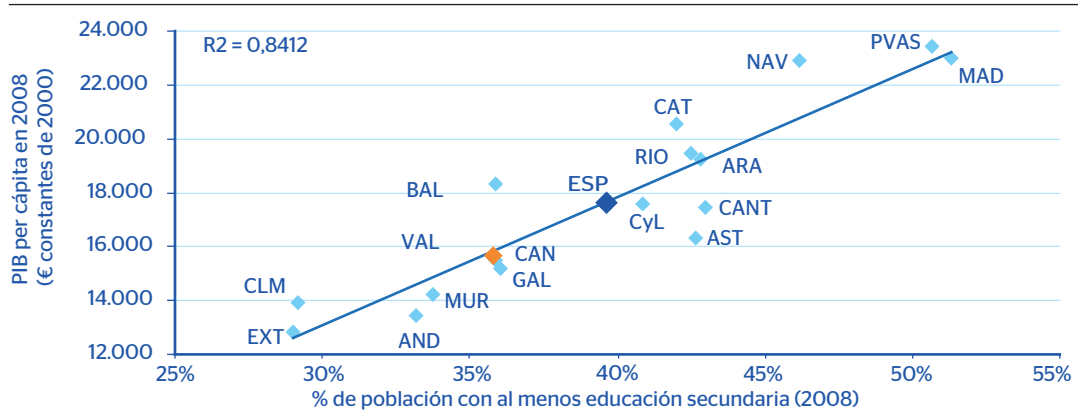
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 12
Temporalidad y paro



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 13
PIB y stock de capital humano



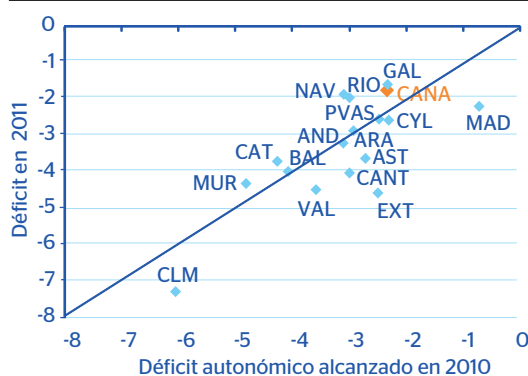
Fuente: BBVA Research a partir de INE y A. de la Fuente

Canarias podrá realizar un esfuerzo de consolidación fiscal que, siendo duro, será inferior a la media

En cuarto y quinto lugar, la situación de las cuentas públicas, tanto en lo referente al déficit como al endeudamiento público, son factores adicionales que apoyan la heterogeneidad en el crecimiento regional, especialmente en un momento como el actual, en el que la consecución del objetivo de consolidación fiscal por parte de las comunidades autónomas se convierte en una meta ineludible, lo que supone un esfuerzo diferencial entre las distintas regiones. En este aspecto, las Islas Canarias parten de una posición relativamente favorable, ya que el buen comportamiento de la economía facilitó que las finanzas públicas (en la Comunidad Autónoma) mostraran resultados relativamente positivos respecto a la media de comunidades. Con todo, el saldo no financiero de Canarias se situó en el 1% a final de 2011, lo que supuso un incumplimiento del objetivo de déficit en términos del Protocolo de Déficit Excesivo (-1,8, vs. el objetivo del -1,3% del PIB) y que obliga a continuar con el proceso de consolidación fiscal durante 2012. Sin embargo, en este punto Canarias goza de dos ventajas respecto a otras regiones: la necesidad de realizar un menor ajuste y la de un mayor crecimiento del PIB, que reduce la presión que debe realizarse sobre el numerador para alcanzar una misma ratio de déficit sobre PIB. Con todo, y como se analiza en la última parte de esta revista, el ajuste del nuevo sistema de financiación autonómica supone que Canarias experimenta un ajuste de sus ingresos relativamente mayor que otras Comunidades, lo que podría compensar parcialmente, a futuro, la buena posición de partida.

Gráfico 14

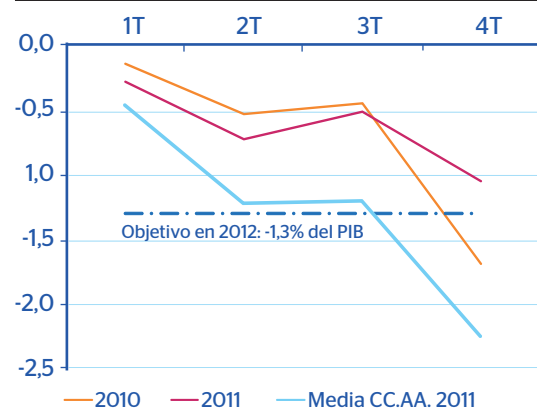
Déficit de las CC.AA.



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 15

Canarias: saldo no financiero % PIB



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

El turismo está suponiendo una ventaja comparativa para Canarias

Finalmente, el último elemento explicativo de la diferenciación regional es la situación del sector exterior. Dado el actual entorno de estancamiento de la demanda doméstica, el sector exportador se está configurando como uno de los elementos más relevantes a la hora de explicar la heterogeneidad en el crecimiento regional. Así, aquellas comunidades más abiertas al exterior y con una orientación exportadora hacia los países emergentes –y más concretamente hacia los EAGLES³, los países que más están creciendo y más lo van a hacer en los próximos años- podrían mostrar, ceteris paribus, un mejor comportamiento relativo que el resto de regiones.

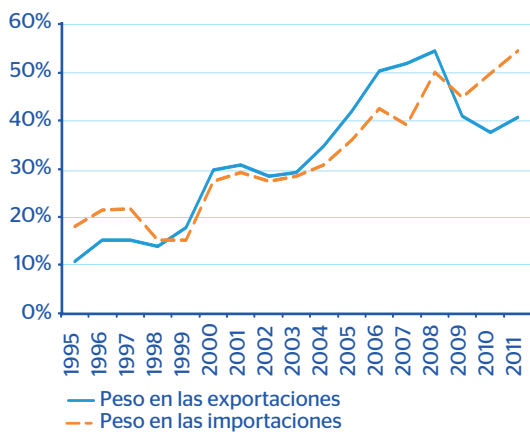
La especial configuración de la economía canaria, con un bajo peso de la industria y limitada por los costes de transporte, condiciona que, necesariamente, muestre volúmenes de comercio de bienes relativamente bajos. Así, en 2011 la tasa de apertura de la economía canaria (definida como el cociente entre la suma de exportaciones e importaciones de bienes hacia el extranjero sobre el PIB) se situaba en el 16,8%, frente a un 43,7% del conjunto de la economía española. Además, esta cifra se ve desvirtuada por tráfico de energía, que supuso el 50% del comercio exterior canario en 2011. Si se eliminara este efecto, la tasa de apertura de la economía canaria en bienes se situaría en

3: Eagles (Emerging and Growth Leading Economies): Turquía, Rusia, México, Brasil, India, Indonesia, China, Corea del Sur y Taiwán.

el 8%, equivalente a la que se observa en la otra economía insular y dedicada al turismo, Baleares. No obstante, y al igual que en Baleares, ello no indica que podamos considerar a Canarias como una economía cerrada. Efectivamente, en un territorio en el que el turismo representa un tercio del PIB⁴, y cuando casi tres cuartas partes de éste provienen del exterior, no se puede hablar de una economía cerrada. En esta misma línea, el Indicador sintético de actividad presentado en el recuadro 1 de esta misma revista deja clara la relevancia del ciclo exterior para la economía canaria como elemento diferencial.

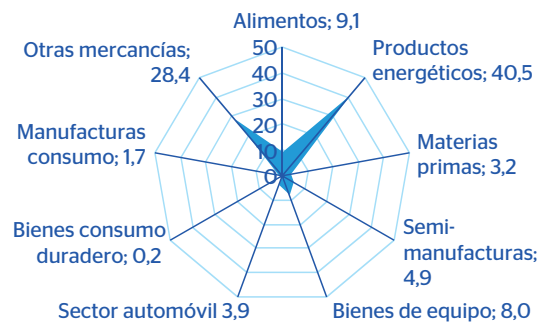
La especial configuración de la economía canaria, por tanto, da lugar a una economía con rasgos diferenciales: la relevancia del turismo para la evolución cíclica no esconde la existencia de una industria y una agricultura que básicamente están orientadas a la producción interna, con el fin de nutrir tanto al mercado interior como al turístico. Los costes de desplazamiento, que suponen un lastre para la exportación, se configuran también como una barrera para las importaciones, y por tanto, la evolución de la industria se ve también influenciada por la evolución del sector turístico, como bien reflejan los últimos datos publicados por el INE en la Contabilidad Regional de España. La distancia, en este caso, se convierte en una diferencia relevante frente al caso de Baleares, donde la posibilidad de acercar insumos desde la península con menor coste da lugar a una mayor especialización en el sector turístico y una industria todavía más reducida.

Gráfico 16
Peso de la energía en el comercio exterior canario (%)



Fuente: BBVA Research a partir de DATACOMEX

Gráfico 17
Canarias: estructura exportadora (porcentaje sobre exportaciones de bienes totales; 2011)



Fuente: BBVA Research a partir de DATACOMEX

Turismo exterior que se vio favorecido en 2011 por el cierre de los mercados competidores, pero que en 2012 acusa más el freno en la demanda

El turismo que reciben las Islas Canarias es básicamente extranjero tan sólo es superado por Baleares (en términos porcentuales respecto al total) pero se encuentra muy por encima del promedio nacional. Este turismo extranjero es, además, netamente europeo, donde la principal procedencia de turistas tiene como origen el Reino Unido, Alemania y Países Nórdicos (con un 79% del turismo extranjero en la región acumulado entre los tres orígenes). Ante las dificultades mostradas por la demanda interna, el turismo exterior, apoyado en la evolución más favorable de sus economías, es el único que experimentó un crecimiento relevante en 2011 y, en el caso de Canarias, el comportamiento ha sido claramente superior no solamente a la media española, sino también al de las otras comunidades autónomas que son los destinos principales para estos turistas (Baleares y Cataluña). Dada la estructura productiva canaria ello generó un efecto de arrastre sobre otros sectores, de tal modo que la economía, en su conjunto, logró un crecimiento del PIB del 2,1% en 2011, compensando los problemas reflejados por la demanda interna.

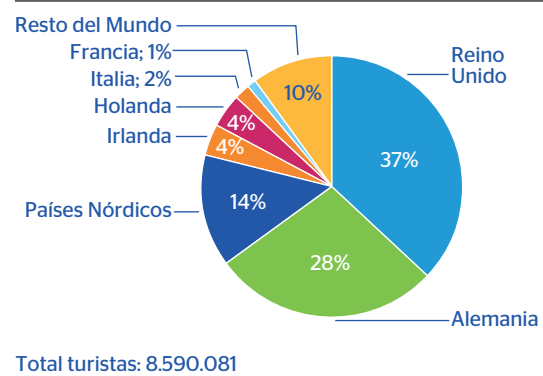
4: Según la información disponible en la Cuenta Satélite del Turismo 2002-2007 publicada por el Instituto Canario de Estadística, y que puede ser descargada aquí: <http://www.gobiernodecanarias.org/istac/galerias/documentos/COO020A/P0001/index.html>

Cuadro 3
Entradas de viajeros en el territorio

	Canarias	Baleares	Cataluña	España
Crecimiento en 2011 (a/a,%)				
Total	12,1	11,7	5,1	4,3
Residentes en España	-4,5	1,7	-2,2	-1,1
Extranjeros	20,3	14,0	10,6	11,3
Peso en 2011				
Extranjeros	72,0	83,2	60,3	53,5
Residentes en España	28,0	16,8	39,7	46,5

Fuente: BBVA Research a partir de INE

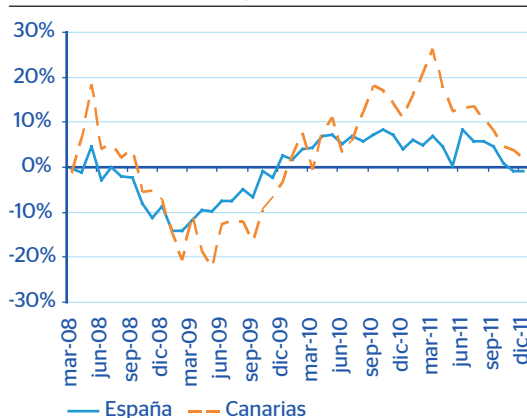
Gráfico 18
Entrada de turistas extranjeros según país de procedencia (2010)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

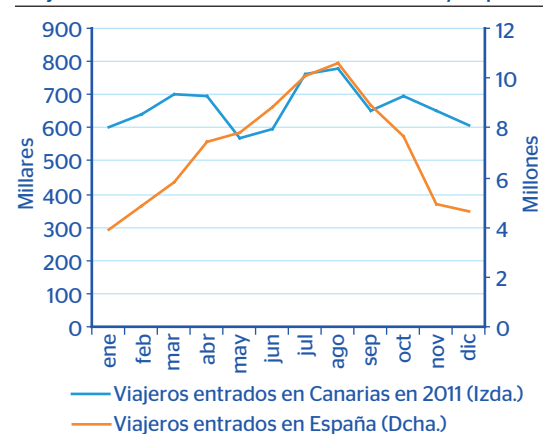
Parte de esta buena evolución del turismo (y del conjunto de la economía) está vinculada al papel de los competidores del mercado turístico canario. La especial configuración climática de Canarias hace que la estacionalidad de su turismo sea distinta de la del resto de España (ver gráfico 20) pero que además, entre los destinos competidores tengan especial relevancia los del Magreb, que como consecuencia de la primavera árabe liberaron demanda a lo largo de 2011. La reapertura de estos mercados, que difícilmente se producirá a lo largo de 2012, permite un cierto margen de tiempo para proseguir con la adaptación del sector a la atonía del consumo interior canario, nacional español y, en cierta forma, también de los países del núcleo europeo, que verán frenado su crecimiento a lo largo de 2012. Pero no obstante, tampoco esconde la necesidad de continuar realizando esfuerzos para mejorar la competitividad de este sector y las posibilidades de continuar captando nuevos mercados de origen, que en la actualidad muestran mayores márgenes de crecimiento, como puedan ser los de algunos países emergentes. En este caso, además, los esfuerzos a realizar son mayores, dada la posibilidad de elegir otros destinos de similitud climática equidistantes y que operan con ventajas de costes.

Gráfico 19
Pernoctaciones hoteleras crecimiento interanual, datos CVE



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 20
Viajeros entrados en hoteles en Canarias y España



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los datos correspondientes al primer trimestre de 2012 reflejan que el empeoramiento de la coyuntura europea se traslada también a la economía Canaria. Así, el número de viajeros entrados en hoteles en el primer trimestre de 2012 muestra un práctico estancamiento (+0,1% a/a), mientras que en Canarias se observa una caída del -1,9%, liderada por los residentes en España, que caen un 6,9% como consecuencia de la entrada en recesión de la economía española. Este freno de la

economía, que se inició a finales de 2011, se ve reflejado tanto en otros indicadores oficiales de la economía canaria (ver Cuadro 4) el indicador sintético IA-BBVA (Ver Recuadro 1) o en las encuestas realizadas a la red de BBVA (ver Recuadro 2).

Las perspectivas para 2012, por tanto, son algo menos optimistas que los buenos resultados obtenidos en 2011. El freno en las economías europeas, la paulatina recuperación de los mercados competidores (que continuará en 2013) -particularmente, la pérdida de confianza en los principales mercados de origen turístico, incluido el español- y las limitaciones que actúan sobre la demanda interna condicionan que en 2012, la economía canaria experimente una caída del PIB (-0,5%), si bien será de menor intensidad que la observada para el conjunto de España (-1,3%). Hacia delante, la recuperación de los mercados competidores reducirá ostensiblemente la ventaja que ha supuesto el turismo para la economía canaria en estos dos años. Además, hacia delante, las limitaciones estructurales de la economía canaria volverían a limitar el crecimiento, agotándose el diferencial positivo experimentado en estos dos años. Así, Canarias podría crecer en torno a medio punto en 2013, frente al 0,6% previsto para el conjunto de la economía española.

Cuadro 4

Principales indicadores de coyuntura de la economía canaria

%	Crecimiento medio desde principio de año						
	2011		(a/a)		Último dato (m/m, cve)		
	Canarias	España	Canarias	España	Canarias	España	Último mes
Importaciones	0,3%	8,7%	-3,7%	1,7%	59,6%	4,9%	feb-12
Exportaciones Reales	2,6%	8,3%	64,0%	2,2%	-4,3%	0,5%	feb-12
Afiliación a la SS	0,0%	-1,5%	-3,0%	-2,9%	-0,3%	-0,1%	abr-12
Paro Registrado	-1,1%	4,8%	8,5%	9,8%	1,0%	1,0%	abr-12
I. Actividad en los Servicios	2,5%	-1,1%	-3,4%	-3,4%	-2,9%	0,1%	mar-12
Ventas Minoristas	-3,3%	-5,8%	-4,1%	-4,1%	-0,3%	-0,7%	mar-12
Matriculaciones	-3,7%	-18,7%	-18,3%	-10,9%	-1,6%	-0,9%	abr-12
Visados de Viviendas	58,0%	-14,9%	32,0%	-37,9%	-86,0%	-13,0%	feb-12
IPI	-7,3%	-1,8%	2,6%	-5,6%	-1,5%	-0,2%	mar-12
Pernoctaciones	16,7%	7,3%	-1,1%	-0,7%	-7,5%	-3,8%	mar-12
Viajeros	12,1%	4,3%	-1,9%	0,1%	-6,6%	-1,7%	mar-12
Confianza del consumidor		7,50		20,20		0,0	abr-12
Pedidos Industriales	76,3		-16,7		-56,9		abr-12

Fuente: BBVA Research a partir de INE, ISTAC, MFOM, MEH y MITYC

Cuadro 5

España: crecimiento del PIB por CC.AA. (%)

	2011	2012(p)	2013(p)
Andalucía	0,1	-1,8	0,3
Aragón	0,3	-1,6	0,5
Asturias	0,3	-1,4	0,9
Baleares	1,7	-0,4	1,0
Canarias	2,1	-0,5	0,5
Cantabria	0,7	-1,2	0,6
Castilla y León	1,2	-0,7	1,0
Castilla-La Mancha	0,8	-2,3	0,2
Cataluña	0,8	-1,6	0,8
Extremadura	-0,3	-1,8	0,5
Galicia	0,2	-1,1	0,7
Madrid	0,8	-0,6	1,0
Murcia	-0,1	-1,7	0,5
Navarra	1,4	-0,5	0,7
País Vasco	1,3	-0,6	0,7
Rioja (La)	0,8	-1,4	0,7
C. Valenciana	0,4	-2,2	0,2
España	0,7	-1,3	0,6

Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. IA BBVA-Canarias, un indicador sintético del estado de la economía canaria

En el estudio y seguimiento de la actividad económica de cualquier región, la evolución del PIB es una de las variables más importantes. En algunas comunidades españolas, esta información está disponible con periodicidad trimestral, aunque normalmente con un retraso cercano a los dos meses respecto al cierre del trimestre. En otras, como es el caso de Canarias, no existen datos de Contabilidad Regional con esta periodicidad y la única información disponible del funcionamiento del conjunto de la economía es la Contabilidad Regional, publicada por el INE, cuya publicación se produce tres meses después de cerrar el año natural. Este retraso dificulta, por tanto, conocer el comportamiento de la economía en tiempo real y, lo que sin duda es aún más importante, la toma temprana de decisiones que permitan minimizar el tiempo de reacción, tanto de empresas como de administraciones, ante eventuales cambios de la coyuntura.

Ante esta problemática existen, no obstante, indicadores de periodicidad mensual de muy diversos géneros (sobre expectativas, empleo, precios o comportamiento de los mercados de origen del turismo, por ejemplo) que ofrecen información parcial de cada uno de los aspectos en los que se centran. La agregación desde cada uno de los indicadores parciales hacia un comportamiento general es el objetivo que se persigue mediante la creación de índices sintéticos de la actividad, como el que se plantea en este recuadro, que permiten obtener una señal temprana del comportamiento de la economía. Estos indicadores cobran aún más importancia cuando, como es el caso, no existe una señal trimestral de evolución general de la actividad.

El presente recuadro persigue un doble objetivo: en primer lugar, presentar una serie de PIB trimestral para la economía de las Islas Canarias y, en segundo lugar, construir un indicador sintético de actividad a partir de una serie de indicadores de mayor frecuencia que permita adelantar y predecir el comportamiento de dicha serie.

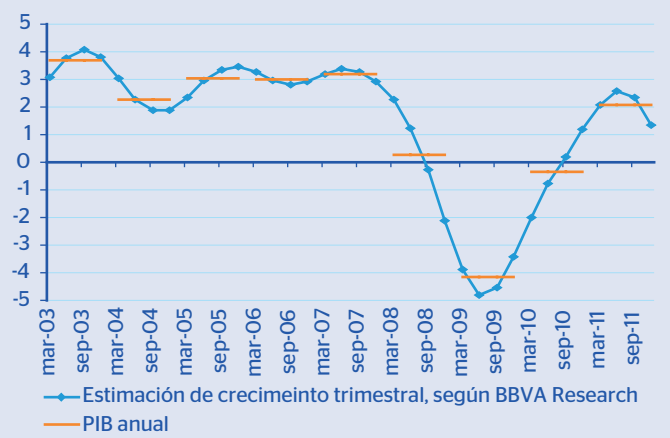
El primer propósito viene justificado por el déficit de información en tiempo real existente. Para dar respuesta a esta necesidad, se han estimado un conjunto de modelos factoriales dinámicos que permiten combinar la información de indicadores de coyuntura de cada Comunidad Autónoma, que presentan distinta frecuencia, se publican con distintos retrasos respecto al periodo de referencia y, en ocasiones, no se observan para todos los periodos comprendidos en la muestra. El principal criterio de selección de los indicadores incluidos en la estimación fue que exhibieran una alta correlación con las tasas de crecimiento del PIB anual publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). El segundo criterio fue que estuvieran disponibles para

un periodo muestral relativamente amplio, de forma que recogieran suficiente variabilidad cíclica y, el tercero, que su disponibilidad no fuera posterior a la correspondiente publicación del PIB que realizan los institutos de estadística regionales, cuando la hubiera. Así, los indicadores de actividad y empleo utilizados en esta versión del modelo incluyen la afiliación a la Seguridad Social, el Índice de Producción Industrial, las exportaciones de bienes reales y el turismo, aproximado por las pernoctaciones hoteleras y el número de viajeros, así como el PIB trimestral de la economía española que pretende captar la variabilidad cíclica procedente de choques exógenos de demanda comunes con el resto de CC.AA. Además, los resultados obtenidos de manera individual para cada Comunidad Autónoma se hacen consistentes con la CRE que publica el INE a partir del método RAS o ajuste biproporcional de forma que se garantiza la consistencia agregada de las estimaciones⁵.

El gráfico 21 muestra los resultados de la estimación del PIB trimestral de Canarias a partir del modelo de factores dinámicos correspondiente. En él, se compara esta estimación trimestral con los datos de CRE anual que publica el INE.

Gráfico 21

Canarias: crecimiento anual (INE) y estimación de crecimiento trimestral (a/a) por BBVA Research



Fuente: BBVA Research e INE

En segundo lugar, el presente recuadro pretendía la construcción de un indicador adelantado de BBVA para Canarias (IA BBVA Canarias). Para ello, se emplea la metodología de componentes principales (CP)⁶, descrita en anteriores revistas regionales⁷. Esta estrategia hace uso de una serie de indicadores contemporáneos y adelantados.

5: Un análisis más detallado de la metodología se puede encontrar en los recuadros: "Estimación en tiempo real del PIB regional" de las revistas Situación Catalunya (sep-10) y Situación Galicia (mar-11). Ambas publicaciones están disponibles en: <http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/esp/index.jsp>

6: La técnica de CP pretende reducir la dimensión de un conjunto (o series de datos) con la menor pérdida de información relevante. Para esto, resume la variabilidad de dichos indicadores en un número significativamente menor de ellos.

7: Una aproximación a la metodología se puede encontrar en Situación Galicia (nov-11) disponible en la misma dirección citada en nota al pie nº 1.

En este recuadro, se plantea inicialmente la hipótesis de que la dinámica de la actividad canaria, dadas las características de su economía, está fuertemente influenciada por el ciclo interno y, adicionalmente, a través del turismo, por el comportamiento de los mercados de origen de los turistas que visitan la región. Esta hipótesis supondría una novedad respecto a lo ocurrido en la construcción de indicadores de actividad planteados para otras regiones, en las que el comportamiento de la economía local (o eventualmente, de la nacional) es suficiente para explicar los cambios de tendencia o la variabilidad de la economía regional.

Para tratar de dar respuesta a esta hipótesis, se han seleccionado tres grupos de series de distinta naturaleza y ámbito geográfico que conformarán el indicador de actividad. Estos son: a) series regionales que pretenden captar la evolución del ciclo interno: aquellas relacionadas con mercado laboral, sector exterior, producción industrial, consumo interno y turismo; b) series nacionales, por ser indicadores no disponibles para la economía regional como la confianza del consumidor nacional y, finalmente, c) aquellas series que pretenden captar el ciclo de los mercados de origen de los turistas que visitan Canarias: para esta señal, se utilizan los indicadores de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESIs por sus siglas en inglés) de Europa, Reino Unido, Alemania y España.

Para tratar de contrastar la importancia del ciclo externo en la economía canaria y, por tanto, su relevancia en la construcción del indicador de actividad canario, se realiza un primer análisis de CP en el que se excluyen las series de sentimiento económico de otros países. La razón de esto es que sería de esperar que aquellos indicadores que sí incluimos en esta primera prueba (representativos de la actividad regional y nacional) mostraran un comportamiento cíclico relativamente similar. Del análisis de CP así efectuado se rescata que los dos primeros componentes son aquellos que más ayudan a explicar la varianza de las series y se pueden identificar, como era previsible, con la dinámica de la coyuntura regional, en el primer caso, y con la dinámica de los indicadores nacionales, en el segundo.

A continuación, en una segunda etapa del análisis de componentes, se incorpora el tercer grupo de indicadores -los ESIs. En la siguiente tabla se presenta el porcentaje de variabilidad de las series explicado por cada uno de los CP en las dos etapas descritas arriba. Los resultados confirman que, tras incorporar los ESIs al análisis de CP, el tercer componente se presenta relevante en términos de explicación de la variabilidad de las series.

Cuadro 6

Variabilidad explicada respecto al total por cada CP

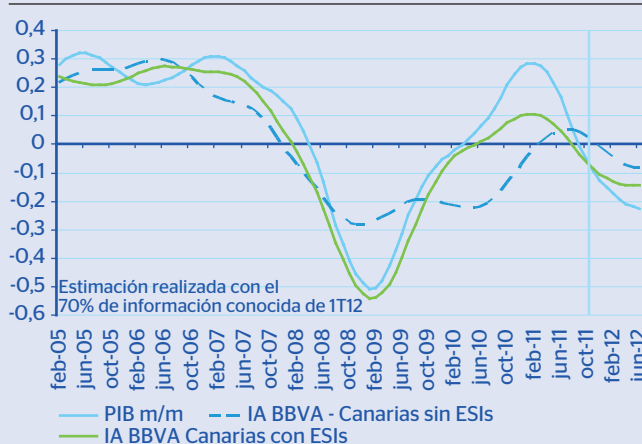
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
CP_sin ESIs	0,45	0,15	0,09	0,07	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,02
CP_con ESIs	0,42	0,17	0,12	0,06	0,05	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02

La tabla presenta únicamente los resultados de los 10 primeros CP de un total de 26 en el análisis ampliado que incluye los ESIs. Nótese que cuanto menor sea el orden del componente principal, mayor es la variabilidad explicada de las series
Fuente: BBVA Research

A continuación, con el fin de construir el indicador IA BBVA-Canarias se realiza una regresión de las series obtenidas mediante el análisis de CP contra una serie de PIB de Canarias⁸ con el objetivo de sintetizar la señal obtenida por estos tres componentes en un solo índice.

Gráfico 22

PIB e IA BBVA - Canarias (m/m;%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE, Comisión Europea, DGT y Ministerios de Economía, Trabajo

Cuadro 7

Medida de bondad de ajuste(1) de una regresión de Actividad respecto a CP

	Nº de CP considerados en la regresión		
	1	2	3
CP_sin ESI´s	0,14	0,18	0,53
CP_con ESI´s	0,38	0,64	0,86

(1) R² ajustado
Fuente: BBVA Research

8: Cabe reseñar que esta serie de PIB mensual de Canarias no es observable, y se obtiene a partir de mensualizar los datos trimestrales (que tampoco son observables) utilizados en el modelo MICA-Regio para la economía canaria de BBVA Research, a partir del que se pueden obtener previsiones de crecimiento anual del PIB compatibles con los resultados ofrecidos por la Contabilidad Regional de España.

Como cabría esperar, la bondad del ajuste se incrementa significativamente cuando incorporamos los CP que incluyen los ESI's en la construcción del indicador. Esto prueba nuestra hipótesis inicial de que como consecuencia del elevado peso del turismo internacional en la actividad económica de Canarias, el ciclo económico de esta región se ve influenciado de un modo relevante por lo que sucede no solamente en la economía española, sino también en el resto de economías europeas y, en particular, por la alemana y la británica.

El IA BBVA-Canarias, que utilizaremos como indicador adelantado de actividad se ha construido, así pues, tomando en cuenta los tres primeros CP del conjunto de series que incluyen indicadores regionales y nacionales y del ciclo de los principales países demandantes de servicios turísticos en la región.

Este indicador utiliza ya la información disponible correspondiente al primer trimestre del año, y los resultados del mismo señalan que la economía regional estaría tocando fondo.

En el primer trimestre de 2012, y de acuerdo con la señal ofrecida por este indicador, la economía canaria podría haber experimentado una caída de la actividad en torno al -0,2% (trimestral), en línea con el promedio nacional. Los datos ya disponibles para el mes de abril, y las proyecciones que pueden realizarse a corto plazo de las variables utilizadas en el indicador sintético permiten anticipar que esta contracción frenaría su caída en el segundo y tercer trimestre del año, por lo que no se esperaría un deterioro adicional al experimentado en el primer trimestre del año. .

Recuadro 2. Encuesta de actividad económica en Canarias: mejoras insuficientes dentro del pesimismo general

En el cuarto trimestre de 2011, BBVA Research amplió uno de sus proyectos más relevantes de análisis regional a la comunidad canaria: la realización de encuestas a los empleados de la red de oficinas. En particular, la Encuesta de Actividad Económica pretende facilitar una herramienta coyuntural que ofrezca una información actual y recurrente sobre la evolución reciente de la economía y sus perspectivas.

Las encuestas permiten realizar un análisis fiable de la situación, dadas tres cualidades destacables:

- **Actualidad:** se toma el pulso económico de la situación en las Islas Canarias con periodicidad trimestral.
- **Utilidad Predictiva:** Los resultados de las encuestas en otras comunidades donde ya llevan más tiempo realizándose avalan la utilización de los resultados obtenidos como predictores fiables de la situación actual y futura de la economía en cada uno de los territorios donde se realiza. En particular, con información suficientemente larga es posible crear indicadores a partir de esta encuesta que funcionan como una buena señal del comportamiento del PIB regional⁹.
- **Especificidad:** los resultados de la encuesta ofrecerán una información cada vez mayor sobre la evolución de la actividad económica, no sólo en el conjunto del territorio o para cierto detalle sectorial, sino también en ámbitos geográficos más reducidos dadas las muestras manejadas.

En este sentido, los resultados de la encuesta de actividad confirman la ralentización económica durante los tres primeros meses de año en línea con lo sucedido en el trimestre anterior, primero de la encuesta. Así lo reflejan los encuestados tanto en la evolución de la actividad como en las perspectivas para el siguiente trimestre. Todos los indicadores muestran este sentimiento negativo durante el primer trimestre del año - a excepción del turismo - aunque algunos reflejan un menor pesimismo que en el trimestre anterior, dentro de la negatividad general.

La incertidumbre que desde mediados de 2011 se implantó en Europa, afectando también a los principales socios comerciales canarios y, el posicionamiento de España en el punto de mira de las tensiones financieras han estabilizado el resultado de las últimas tres encuestas en una visión negativa del entorno.

Así, los datos del primer trimestre del año apuntan a que, al igual que en la oleada precedente, los indicadores más castigados continúan siendo los referentes al sector de la construcción - tanto en lo referente al mercado laboral como a la inversión en nueva construcción - junto con los indicadores relativos al consumo (stock de pedidos y ventas minoristas) dado el ajuste pendiente de este sector y la debilidad de la demanda interna regional.

Además, las perspectivas para el próximo trimestre continúan siendo negativas y, aunque menos que en el trimestre precedente (-54% vs -65%), todavía se mantienen en niveles considerablemente pesimistas como señal de que el ajuste continuará en próximos trimestres.

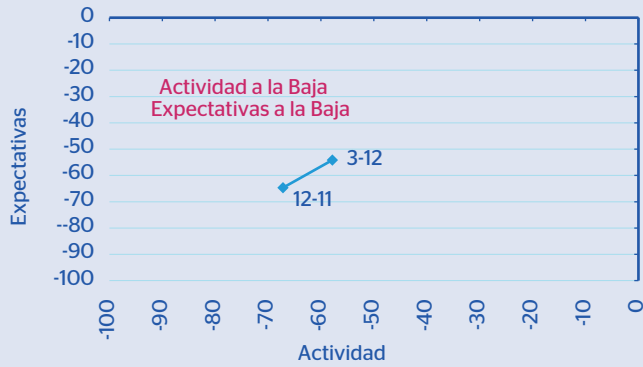
Adicionalmente, los resultados de la encuesta revelan la existencia de cierta diferenciación sectorial en la evolución de los distintos indicadores: mientras el turismo se mantiene en positivo (aunque en menor medida que en el trimestre anterior), el resto de indicadores de actividad evolucionaron peor que en 4T11. Sin embargo, entre estos indicadores se encuentran algunos cuya negatividad se incrementó en 1T12 - inversión y empleo en servicios - mientras que otros ralentizaron su ritmo de deterioro - como las exportaciones - reflejando la enorme heterogeneidad sectorial existente.

La encuesta, por tanto, muestra una señal similar a la ofrecida por el conjunto de los indicadores parciales disponibles para la economía canaria, o a la del indicador sintético IA Canarias (ver Recuadro 1 de esta publicación). Las perspectivas señaladas por la red de oficinas, además, muestran que la visión negativa se mantendría, lo que es consistente con nuestro escenario para el conjunto del año.

⁹: Esto mismo ya se realiza en Cataluña, donde estas encuestas llevan funcionando desde principios de los años noventa.

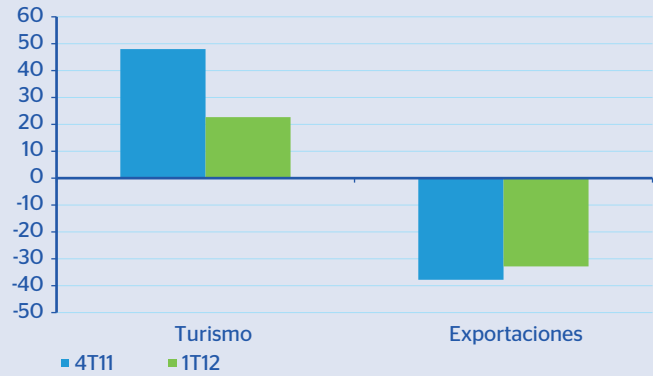
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 23
Canarias:
actividad económica y expectativas (%). 4º Cuadrante



Fuente: BBVA

Gráfico 24
Evolución de las exportaciones y el turismo. Saldos de respuesta



Fuente: BBVA

Cuadro 8
Encuesta de Actividad Económica. Resultados generales de Canarias

(% de respuestas)	1er Trimestre 2012			4º Trimestre 2011		
	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja
Actividad Económica	4	34	62	2	29	69
Perspectiva para el próximo trimestre	1	44	55	4	28	68
Producción industrial	2	42	56	4	32	64
Cartera de pedidos	2	25	72	3	25	71
Nivel de estocs	0	51	49	1	45	55
Inversión en el sector primario	4	49	47	3	44	53
Inversión industrial	0	42	58	2	45	53
Inversión en servicios	8	44	48	16	45	39
Nueva construcción	0	15	85	1	8	91
Empleo industrial	2	37	61	0	39	61
Empleo en servicios	7	40	54	18	36	46
Empleo en construcción	0	18	82	0	16	84
Precios	21	60	19	29	54	17
Ventas	5	29	66	9	29	62
Turismo	41	41	18	58	33	10
Exportaciones	5	58	37	2	58	40

(*) Saldo de respuestas extremas
Fuente: BBVA

4. Evolución reciente de la financiación de las comunidades autónomas. El caso de Canarias¹⁰

Este apartado resume los resultados obtenidos en de la Fuente (2011), donde se construyen series homogeneizadas de financiación autonómica con criterios de caja y de devengo para las comunidades autónomas de régimen común durante el período 2002-2009¹¹. Con el fin de facilitar las comparaciones entre regiones, la financiación se calcula "a competencias homogéneas" -esto es, incluyendo sólo los recursos destinados a financiar un nivel común y uniforme en el tiempo de competencias que incluye la gestión de la sanidad y de la educación pero no algunas competencias singulares (como las instituciones penitenciarias o la policía) que sólo han sido asumidas hasta el momento por determinadas comunidades. Por la misma razón, los ingresos correspondientes a Canarias incluyen los recursos adicionales que esta región obtiene fuera del sistema ordinario de financiación, gracias al peculiar Régimen Económico y Fiscal del que disfruta (los llamados Recursos REF), y los ingresos tributarios de las comunidades autónomas se contabilizan de una forma que intenta aproximar la recaudación que se habría obtenido de haberse aplicado una normativa común en todas ellas.

Las series distinguen entre la financiación definitiva que corresponde a cada comunidad autónoma en un año determinado con un criterio de devengo y los ingresos reales que ésta percibe "por caja" con cargo al sistema durante dicho ejercicio. En el caso de los tributos gestionados directamente por las comunidades autónomas, ambos conceptos coinciden, al menos, aproximadamente. En el caso de las transferencias estatales (ligadas por ejemplo al Fondo de Suficiencia) y de los impuestos gestionados por la Agencia Tributaria estatal (incluyendo el IRPF y el IVA), sin embargo, existe una diferencia que puede llegar a ser importante entre ambos conceptos. Lo que las comunidades ingresan realmente a lo largo del año t son una serie de entregas a cuenta basadas en las previsiones recogidas en los Presupuestos Generales del Estado que se pagan por doceavas partes mensuales así como, en algunos años, ciertos anticipos a cuenta de la financiación definitiva. La diferencia entre los ingresos definitivos que corresponden a cada región en el año t y las entregas a cuenta y anticipos percibidas por ésta a lo largo del ejercicio se calcula (y generalmente, aunque no siempre, se abona) dos años más tarde, una vez se dispone de todos los datos necesarios para realizar la liquidación del sistema. En ese momento es también cuando se abonan los Fondos de Convergencia, para los que la ley no prevé la existencia de entregas a cuenta. Por lo tanto, en el año t las regiones ingresan las entregas a cuenta correspondientes al ejercicio en curso y, en principio, la liquidación de $t-2$, mientras que la liquidación de t se realiza en $t+2$.

La evolución de la financiación agregada

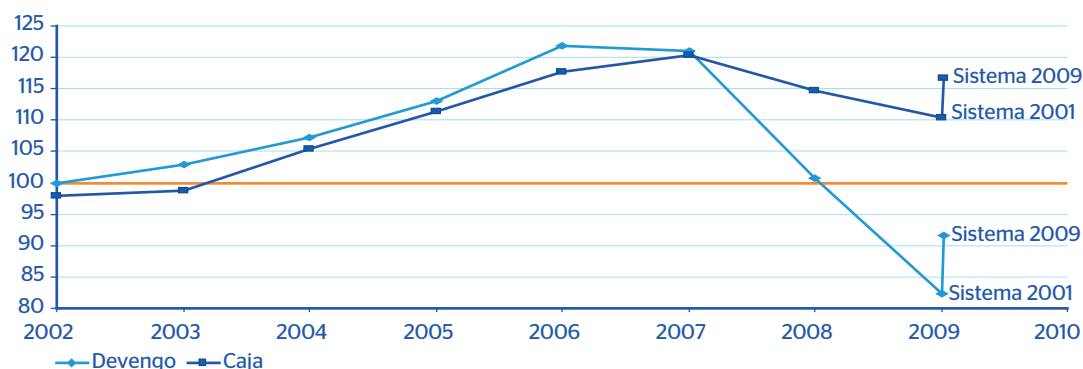
El Gráfico 25 resume la evolución de la financiación agregada a competencias homogéneas de las comunidades autónomas de régimen común entre 2002 y 2009. Para 2009 se muestran tanto los recursos por habitante a precios constantes que estos territorios habrían recibido con el anterior sistema de financiación (sistema 2001) como los que realmente han percibido con el nuevo modelo que comenzó a aplicarse en dicho año (sistema 2009).

10: Angel de la Fuente Instituto de Análisis Económico (CSIC)

11: de la Fuente, A. (2011). "La evolución de la financiación de las comunidades autónomas de régimen común, 1999-2009." BBVA Research, documento de Trabajo de próxima publicación. El trabajo y las series que en él se construyen están disponibles en: <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

Gráfico 25

Índice de financiación por habitante a competencias homogéneas a precios constantes financiación devengada por habitante en 2002 = 100



Fuente: de la Fuente, A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Institut d'Anàlisi Econòmica, CSIC, setembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

El gráfico ilustra dos hechos importantes. El primero es la gran sensibilidad de la financiación autonómica al ciclo económico. Y el segundo es que se ha retrasado durante dos años la caída de los ingresos autonómicos en términos de caja, lo que tiene su explicación tanto en la mecánica del sistema como en los errores de previsión del Gobierno Central¹². Lo anterior ha permitido a los gobiernos regionales posponer el inicio de los ajustes exigidos por la crisis actual más de lo que habría sido prudente.

Durante el período de expansión comprendido entre 2002 y 2006, la financiación definitiva a competencias homogéneas por habitante, medida a precios constantes de 2002, aumentó en un 22%. Esto fue posible gracias a una especie de burbuja fiscal que ha tenido mucho que ver con el *boom* de la vivienda, pero no sólo con él. Durante el mismo período, los componentes más volátiles de la base tributaria (incluyendo no sólo las rentas gravadas sino también el gasto sujeto a tributación, como la compra de vivienda) se dispararon al alza en más de 15 puntos del PIB, con el consiguiente aumento de los ingresos tributarios autonómicos y estatales.

Tras 2007, sin embargo, cambiaron las tornas. La relación entre la base tributaria y el PIB vuelve de golpe a niveles más normales y la recaudación tributaria se desploma. También lo hace, lógicamente, la financiación autonómica, que está ligada a los ingresos tributarios estatales y regionales, aunque la disminución se difiere en dos años cuando se considera la financiación por caja porque el descenso de la recaudación tarda en trasladarse a las entregas a cuenta a las regiones. De no haber sido por los recursos adicionales que el Estado inyectó en 2009 con motivo del cambio de sistema, la financiación definitiva por habitante se habría reducido en un 32% en términos reales entre 2007 y 2009. La inyección de recursos que ha supuesto el nuevo acuerdo de financiación reduce esta caída en unos ocho puntos porcentuales. Aún así, la pérdida de recursos por habitante se sitúa por encima del 20% en sólo dos años en términos de devengo - pero sólo en el 3% en términos de caja, lo que implica que el grueso del *shock* de ingresos derivado de la crisis actual no había llegado a las finanzas autonómicas en 2009.

La financiación relativa por habitante ajustado

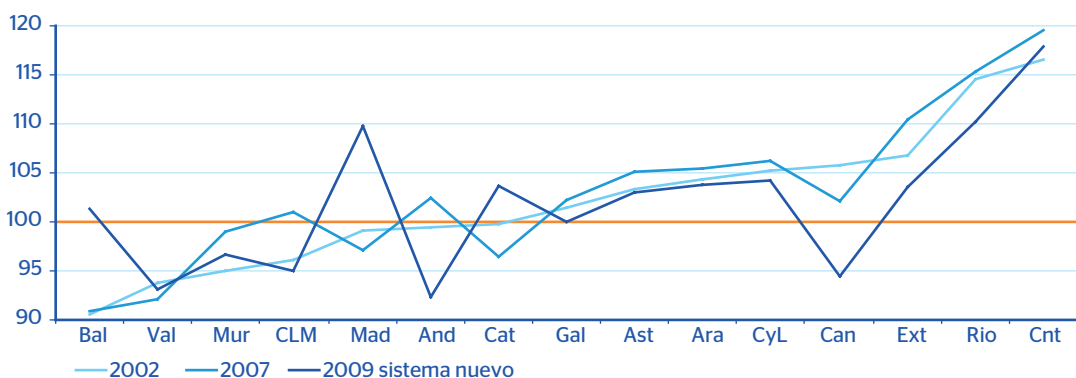
El Gráfico 26 muestra la distribución de la financiación a competencias homogéneas por habitante ajustado o por unidad de necesidad en 2002, 2007 y 2009¹³.

12: Las entregas a cuenta a las regiones se fijan en base a las previsiones de recaudación recogidas en el proyecto de presupuestos generales del Estado. Por lo tanto, las caídas inesperadas de ingresos tributarios no afectan a la financiación por caja durante el ejercicio en curso sino dos años más tarde, cuando se practica la liquidación del sistema.

13: En el nuevo modelo de financiación se calcula un indicador de necesidades de gasto regionales, la llamada población ajustada, ponderando las poblaciones regionales por un factor que recoge (la estimación que hace el sistema de) el coste por habitante de prestar en cada región los servicios públicos de titularidad autonómica a un nivel uniforme de calidad. De esta forma se introduce una corrección por el hecho de que los costes por habitante de los servicios públicos serán mayores en las regiones más envejecidas o más extensas, por citar sólo dos de los factores relevantes. Al dividir la financiación por la población ajustada en vez de por la población real, se obtiene un indicador que recoge lo bien o mal financiada que está cada región mejor que la financiación por habitante.

Gráfico 26

Índice de financiación a competencias homogéneas por habitante ajustado 2002 vs. 2009 con el nuevo sistema



Notas: Financiación con criterio de devengo. La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009.
Fuente: de la Fuente A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

La comparación entre los resultados del nuevo modelo en 2009 y los de su antecesor en 2007 es particularmente relevante porque esta última referencia es seguramente la que ancla las expectativas con las que los gobiernos regionales abordaron las negociaciones para la última reforma del sistema, dado que la liquidación de 2007 era la última disponible en ese momento. Desde esta perspectiva, los cambios que observamos en la posición relativa de algunas regiones resultan preocupantes y sugieren que las presiones para una nueva reforma del sistema no tardarán mucho en intensificarse. Así, mientras que Cataluña, Baleares y Madrid ganan entre 7 y 13 puntos en estos dos años y pasan a situarse por encima de la media, Castilla-La Mancha, Canarias y Andalucía pierden entre 6 y 10 puntos y caen desde niveles superiores a la media hasta las últimas posiciones del *ranking* de financiación por unidad de necesidad. En el caso de Galicia no se observan diferencias significativas entre el nuevo modelo de 2009 y los resultados de su antecesor en 2002 o 2007.

Es importante observar que los bruscos cambios en las posiciones relativas de algunas regiones que se observan entre 2007 y 2009 en el Gráfico 26 no se deben únicamente al desigual impacto territorial de la actual crisis y al reparto de los recursos adicionales inyectados por la Administración Central en el nuevo modelo, sino también a la interacción de la propia crisis con algunos elementos "técnicos" del sistema de financiación que seguramente convendría revisar.

El primer problema en este sentido es que el agregado de ingresos estatales netos al que están referenciadas las transferencias del Fondo de Suficiencia (el llamado ITEn) refleja de una forma perversa los errores de previsión que pueda cometer el Gobierno central a la hora de elaborar los Presupuestos Generales del Estado (PGE). La razón es que el ITEn se calcula en términos de caja, sustrayendo de los ingresos totales por IRPF, IVA e IIEE no los rendimientos definitivos de los tramos autonómicos de estos impuestos, sino la suma de las entregas a cuenta del año en curso y la liquidación abonada en el mismo, que generalmente es la correspondiente a dos años atrás. Si el Gobierno central es demasiado optimista, esto es, si sobrevalora los ingresos tributarios autonómicos y se excede en las entregas a cuenta, el ITEn será menor de lo que lo habría sido en ausencia del error de previsión, lo que se traducirá en una reducción del Fondo de Suficiencia que tendrá efectos muy desiguales sobre las distintas regiones dependiendo del peso de este Fondo en los ingresos de cada una. En principio, el error se corrige por sí solo dos años más tarde. Cuando las comunidades devuelven al Estado el exceso de entregas a cuenta del año t en la liquidación que se practica en $t+2$, el ITEn de este último año se incrementará en la misma cuantía en la que se había reducido el ITEn del año t como resultado del error de previsión.

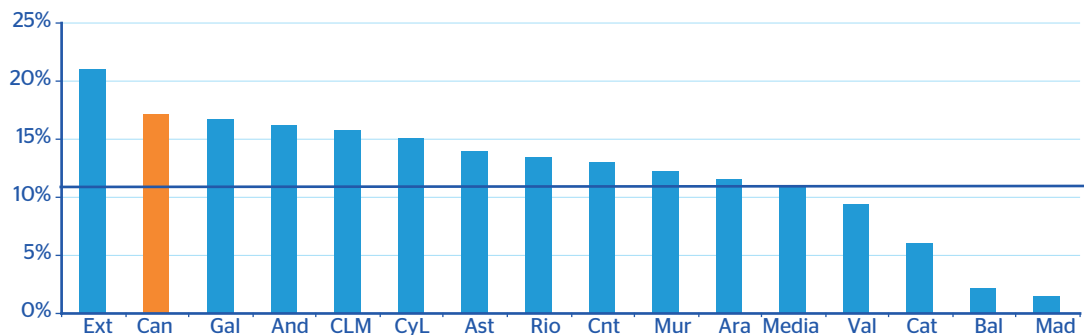
En condiciones normales, por tanto, el problema que esto supone no es grave porque los errores de previsión suelen ser relativamente reducidos excepto en los momentos de cambio de ciclo y se compensan automáticamente en el plazo de dos años. Sin embargo, en 2009 concurren dos circunstancias que hacen que las cosas sean muy distintas. La primera es que el error de previsión ha sido enorme (la recaudación por los impuestos que integran el ITEn se ha quedado casi 35.000 millones por debajo de lo previsto en los PGE). Y la segunda es que se trata del año base efectivo de un nuevo sistema muy distinto en algunos aspectos de su antecesor. Puesto

que las transferencias del Fondo de Suficiencia tendrán un peso muy inferior en el nuevo sistema, la distorsión generada por el error de previsión de 2009 no desaparecerá en dos años sino que tendrá un efecto permanente sobre la financiación de las regiones afectadas, que en algunos casos iniciarán su andadura en un nuevo sistema dotado de una considerable inercia en una posición relativa muy distinta de la esperada en el momento de la negociación del mismo.

Una segunda complicación con implicaciones similares a las del problema que se acaba de describir surge porque los ingresos autonómicos son también sensibles a ciertas medidas de estímulo fiscal que el Gobierno central adoptó o mantuvo durante 2009, incluyendo la deducción de 400 euros en el IRPF para las rentas del trabajo y asimiladas y las pérdidas de recaudación del IVA debidas a la agilización de las devoluciones y a las mayores facilidades ofrecidas para conceder aplazamientos. El problema no es, ciertamente, que el Gobierno central pueda adoptar medidas de impulso fiscal en un período recesivo, sino que la estructura del sistema de financiación y el cambio en su año base hacen que tales medidas tengan efectos digamos accidentales sobre toda la senda futura de la financiación regional.

Gráfico 27

Reducción de los ingresos autonómicos a competencias homogéneas en 2009 debida a causas técnicas como % de la financiación total a competencias homogéneas con el nuevo sistema de financiación



Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

El Gráfico 27 resume el impacto conjunto de estas medidas y de los errores de previsión sobre la financiación de las distintas comunidades autónomas en 2009 bajo el antecesor del sistema actual - un efecto que se traslada directamente al nuevo sistema a través de su cláusula de *statu quo*, que garantiza que ninguna comunidad pierda recursos con el cambio de modelo. En su conjunto, estos factores redujeron la financiación total de las comunidades de régimen común en 2009 en 9.822 millones de euros, o un 10,86% de su financiación total a competencias homogéneas con el nuevo sistema. Casi tres cuartas partes de esta cantidad provienen de la reducción del Fondo de Suficiencia y afectan por tanto a las distintas comunidades en proporción a sus respectivas participaciones en ese Fondo. Por consiguiente, las comunidades más dependientes del mismo, que son generalmente las de menor renta, han sido las más perjudicadas por los efectos que estamos analizando. Así, Extremadura, Canarias, Galicia, Andalucía y las dos Castillas han visto reducida su financiación en más de un 15%, mientras que Madrid, Baleares y Cataluña sólo han perdido entre un 1,5% y un 6% de sus recursos a competencias homogéneas.

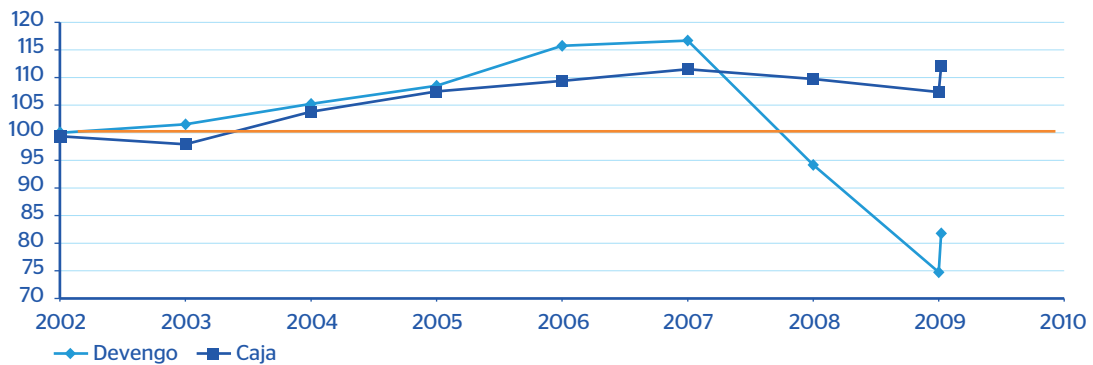
En algún sentido, el efecto neto de las distorsiones cuantificadas en el Gráfico 27 sobre las dos colas de la distribución de la financiación por habitante ajustado que se describe en el Gráfico 26 ha de considerarse positivo pues éstas han contribuido a acercar a la media algunas de las regiones mejor y peor financiadas bajo el sistema anterior (como Extremadura, Cantabria, la Rioja y Castilla y León en la parte alta de la distribución y Baleares y Valencia en la parte baja). En la zona central de la distribución, sin embargo, las distorsiones acentúan la caída de Canarias, Castilla la Mancha, Murcia y Andalucía hasta niveles claramente inferiores a la media. En cualquier caso, lo que no parece muy razonable es que la posición inicial de las regiones en el nuevo sistema se vea afectada por factores digamos accidentales que en buena medida constituyen una externalidad asociada a decisiones del Gobierno central y que difícilmente podían haber sido previstos durante la negociación del Acuerdo para la reforma del sistema.

El caso de Canarias

Los Gráficos 28 y 29 resumen la situación de la comunidad autónoma canaria. El primero de ellos muestra un patrón similar al observado en el conjunto de las regiones de régimen común: una fuerte caída de la financiación devengada por habitante ajustado medida en términos reales entre 2007 y 2009 que sólo se ha trasladado mínimamente a la financiación por caja. En el caso canario, el contraste entre el comportamiento de ambas variables es aún más dramático. Mientras que la caída de la financiación devengada es superior a la media nacional (el 29,9% frente al 24,3%), Canarias es la única región, junto con Cantabria, en la que la financiación por habitante ajustado computada con criterio de caja aumenta en términos reales entre los dos años citados, si bien sólo en medio punto porcentual. Así pues, el sistema ha preservado a Canarias por completo del shock de ingresos derivado de los primeros años de la crisis. Por otra parte, el acusado descenso de la financiación devengada se trasladará en los próximos años a la financiación por caja, obligando a la hacienda canaria a realizar un fuerte ajuste para garantizar la sostenibilidad de sus cuentas que tendrá que ser más brusco que el realizado en otras regiones que han comenzado antes a notar la caída de ingresos.

Gráfico 28

**Índice de financiación por habitante a competencias homogéneas
a precios constantes financiación devengada por habitante en 2002 = 100**



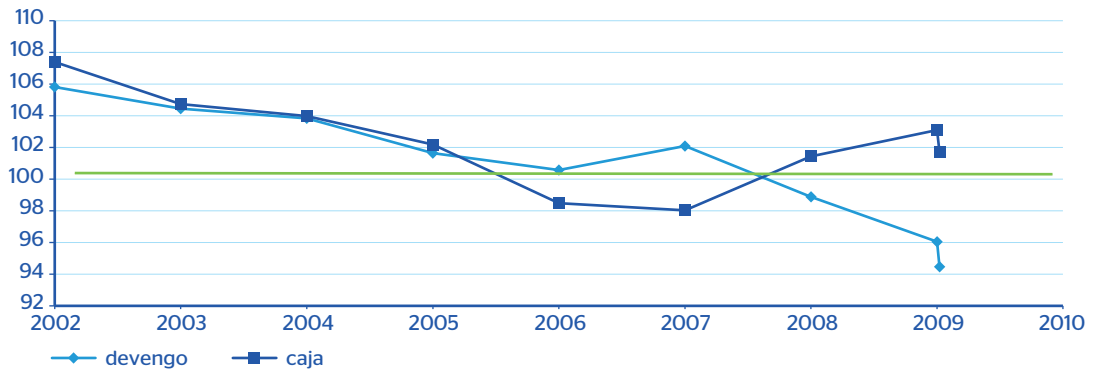
Nota: los recursos REF se incluyen tanto en la financiación por caja como en la devengada en todos los períodos.

Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

Mirando hacia atrás, el Gráfico 29 muestra que la financiación relativa de la comunidad insular (donde se incluyen los Recursos REF) presenta una clara tendencia a la baja durante todo el período analizado. En términos de devengo, Canarias es la región que más terreno ha perdido entre 2002 y 2009. Su índice de financiación relativa por habitante ajustado ha caído 11,3 puntos --4,2 puntos más que Andalucía, que es la región que presenta la segunda mayor reducción de este índice. Este retroceso ha llevado a la región desde la cuarta posición en términos de financiación por unidad de necesidad en 2002 hasta la treceava posición en 2009, sólo por delante de Valencia y Andalucía. Dos tercios de la caída, además, se concentran entre 2007 y 2009. Como hemos visto, la región ha sido una de las más perjudicadas por el colapso del Fondo de Suficiencia del viejo sistema 2001 y no ha estado entre las más beneficiadas por la introducción del nuevo sistema de financiación.

Gráfico 29

**Índice de financiación por habitante a competencias
homogéneas conjunto de comunidades de régimen común = 100**



Nota: los recursos REF se incluyen tanto en la financiación por caja como en la devengada en todos los períodos.

Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

5. Cuadros

Cuadro 9

Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas anuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-3,5	3,0	1,7	2,3	2,2
UEM	-4,2	1,9	1,5	-0,2	0,9
Alemania	-5,1	3,6	3,1	0,7	1,6
Francia	-2,6	1,4	1,7	0,4	1,1
Italia	-5,1	1,8	0,5	-1,5	0,1
España	-3,7	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Reino Unido	-4,4	2,1	0,7	0,5	1,4
América Latina *	-0,6	6,6	4,5	3,8	4,1
México	-6,1	5,4	3,9	3,7	3,0
EAGLES **	4,0	8,4	6,7	5,8	6,4
Turquía	-4,9	9,2	8,5	2,7	5,6
Asia-Pacífico	4,2	8,1	5,7	5,7	6,1
China	9,2	10,4	9,2	8,3	8,7
Asia (exc. China)	1,0	6,7	3,4	4,1	4,4
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,6	4,0

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

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

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

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	2,3	2,6
UEM	3,3	2,8	2,6	2,0	2,7

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 11

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,78	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,28	1,30
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,60	1,66
China	6,83	6,77	6,46	6,25	5,94

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 12

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,10	1,00	1,00
China	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: 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
rdomelech@bbva.comEspaña
Miguel Cardoso
+34 91 374 39 61
miguel.cardoso@bbva.com**Anabel Arador**
+34 93 401 40 42
ana.arador@grupobbva.com**Joseba Barandiaran**
+34 94 487 67 39
joseba.barandia@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**Ángel Gavilán**
+34 91 374 52 62
angel.gavilan@bbva.com**Félix Lores**
+34 91 374 01 82
felix.lores@bbva.com**Antonio Marín**
+34 648 600 596
antonio.marin.campos@bbva.com**Myriam Montañez**
+34 954 24 74 8
miriam.montanez@bbva.com**Virginia Pou**
+34 91 537 77 23
virginia.pou@bbva.com**Leticia Riva**
+34 91 374 62 66
leticia.riva@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**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

Coordinación Latam

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldolopez@bbva.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**
rdomelech@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 Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz (i)

juan.ruiz@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 +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com