

Situación España

Cuarto Trimestre 2012
Análisis Económico

- **El riesgo de ruptura del euro se desvanece tras las medidas anunciadas en la UEM**
- **Europa necesita un acuerdo político creíble**, eficaz y permanente entre países acreedores y deudores.
- **España: continúa la recesión** pero con una caída menos intensa en el tercer trimestre.
- **En el camino de la sostenibilidad:** el esfuerzo fiscal da resultados pero la recesión retrasa el cumplimiento del objetivo de déficit.
- **El cumplimiento de la agenda de reformas estructurales**, más necesario que nunca.

Índice

1. Editorial.....	3
2. Las decisivas medidas de los bancos centrales hacen menos probables escenarios de riesgo	6
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	11
Recuadro 1. El proceso de reestructuración del Sistema Financiero Español	23
Recuadro 2. Ganar en productividad: el gran reto pendiente	25
Recuadro 3. Crisis inmobiliarias y precio de la vivienda: una perspectiva internacional	27
Recuadro 4. Cuotas de exportación, tipo de cambio efectivo real y el puzle español	28
4. Un ajuste fiscal significativo, pero probablemente insuficiente para cumplir con los objetivos.....	31
5. Cuadros.....	36

Fecha de cierre: 2 de noviembre de 2012

1. Editorial

La economía española continúa el proceso de ajuste de su actividad y del empleo que, en el más probable de los escenarios, se prolongará hasta la primera mitad de 2013 y supondrá una caída del PIB del 1,4%, tanto este año como el siguiente. A pesar de que, en el tercer trimestre del año, la caída de la actividad resultó menos intensa de lo esperado hace tres meses y de que la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha realizado anuncios importantes que han servido para reducir considerablemente el riesgo de ruptura del euro, las previsiones siguen siendo negativas a corto plazo. Más aún, la incertidumbre sobre el cumplimiento del objetivo de déficit fiscal en 2012 y 2013 y las dudas sobre la condicionalidad -especialmente la fiscal- que pudiera acordarse en el caso de que España acabe solicitando el apoyo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y del Banco Central Europeo (BCE) suponen un riesgo cuyo impacto final sobre el crecimiento de 2013 es difícil de prever al cierre de esta publicación.

Como ya se venía advirtiendo, una buena parte del elevado nivel de la prima de riesgo española se derivaba de que los mercados financieros habían estado asignando una probabilidad elevada a la ruptura del euro. Las acciones de política adoptadas durante los últimos meses han servido para disipar dichas dudas, lo que ha redundado en una disminución significativa de los tipos de interés que paga el sector público español, en un aumento de la demanda exterior de los títulos de deuda pública, y en una incipiente reapertura del mercado de emisión de deuda privada.

Europa trabaja en estos momentos en el diseño de una hoja de ruta hacia una unión bancaria y fiscal. En este sentido, es imprescindible que los acuerdos que se adopten establezcan un compromiso político creíble y permanente entre los países de la zona euro, y que se sienten las bases para la creación de instituciones capaces de resolver el tipo de problemas que han aquejado a Europa los últimos cuatro años. Un supervisor único para la banca, la recapitalización directa del sistema financiero por parte del MEDE o el establecimiento de una autoridad fiscal europea con poder de veto sobre los presupuestos de los países de la unión, serían condiciones necesarias, aunque no suficientes, para dar mayor credibilidad al proyecto europeo.

En España, los datos de actividad económica durante los últimos tres meses han mostrado una economía que continúa en recesión, pero cuya caída es menos intensa de la que se preveía. Aunque la información para valorar la naturaleza de esta sorpresa es todavía parcial, existen varios factores que podrían estar detrás. El primero es que el impacto del Plan de Pago a Proveedores, implementado durante el segundo trimestre del año, haya sido mayor que el que se anticipaba. Dado que ésta es una medida temporal y que los problemas de liquidez persisten en las comunidades autónomas -como lo demuestra el establecimiento del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA)-, su efecto positivo no perdurará en el tiempo. El segundo es el positivo comportamiento que se observa en las exportaciones a pesar de la recaída observada en las economías de los principales socios comerciales. No solamente disminuye en términos absolutos la contracción registrada en las ventas a países europeos, sino que se aceleran las exportaciones a economías emergentes, que se han convertido en un soporte importante para los productores españoles. La persistencia de esta evolución favorable, incluso ante condiciones tan adversas como las que se han desarrollado durante los últimos meses, supone una de las mejores noticias y confirma que, una vez que finalice el proceso de ajuste de la demanda interna, el crecimiento volverá y lo puede hacer a tasas relativamente elevadas. Finalmente, el Gobierno ha anunciado un ambicioso calendario legislativo para llevar adelante un plan de reformas con el objetivo de eliminar "cuellos de botella" en sectores que tradicionalmente han reducido la competitividad de la economía española. De particular importancia ha sido la rapidez con la que se ha legislado para cumplir con los compromisos adquiridos en el Memorando de Entendimiento (MdE) tendentes a agilizar y disminuir los costes de la reestructuración de una parte del sistema financiero. Asimismo, el establecimiento de una hoja de ruta creíble que generara certidumbre sobre la mejora en la capacidad de crecimiento futura era una de las demandas que desde esta publicación se había hecho.

Por otro lado, una visión menos optimista del mejor comportamiento de la actividad económica se centraría en una consolidación fiscal menos rigurosa que la esperada. En efecto, aunque se observan avances importantes en la reducción del gasto público, ésta parece no ser suficiente para cumplir con el objetivo de déficit a final de año, dado el deterioro de los ingresos. Aunque las medidas anunciadas se percibían como suficientes -si bien algunas de ellas se tomaron con algo de retraso-, el riesgo de implementación que se advertía hace unos meses parece estar materializándose. En términos de crecimiento, esto significaría que se pospone una parte del ajuste a 2013 y que la incertidumbre respecto a qué medidas serán anunciadas para compensar cualquier desviación sobre el objetivo de déficit que pueda producirse a final de año mantendrá en suspenso algunas decisiones de gasto del sector privado. Más aún, aunque el Gobierno ha decidido que la mayor parte de lo que resta del ajuste se centre en el gasto (lo que minimizaría el impacto sobre el crecimiento si se concentrase en mejoras de la eficiencia), se prevé que en el futuro surjan incentivos para incrementar la carga impositiva. Entre estos últimos, se pueden mencionar la temporalidad de algunas de las medidas anunciadas (como, por ejemplo, la reducción de los salarios públicos y el aumento del impuesto sobre la renta) o la incertidumbre respecto los resultados finales de algunas otras (v. g., la reforma de la Administración Pública).

En cualquier caso, es bueno recordar que, aunque no se cumpla con el objetivo de déficit en 2012, los datos parecen indicar que sí se reducirá el desequilibrio estructural en las cuentas públicas en una magnitud inédita entre los procesos de consolidación fiscal en economías desarrolladas. Según las estimaciones de BBVA Research, de no haberse tomado medidas fiscales discrecionales a lo largo del año, el déficit público finalizaría en el 2012 en el entorno del 11,5% del PIB (excluyendo las ayudas al sistema financiero), como consecuencia de la recesión económica, el mayor servicio de la deuda o el crecimiento de los beneficiarios de la Seguridad Social. Por lo tanto, reducir el déficit hasta un nivel alrededor del 7%, como se prevé en esta publicación, supone un esfuerzo fiscal (reducción del déficit estructural) superior al 4% del PIB. Así pues, esta disminución estructural del déficit indica que la consolidación fiscal está funcionando adecuadamente pero que, en las actuales circunstancias económicas, el proceso es lento y muy costoso. Por todo ello, el ajuste debe ser valorado positivamente, ya que pone a las finanzas públicas en el camino de la sostenibilidad y demuestra que el objetivo de consolidación fiscal a medio plazo puede ser creíble.

Todo esto es crucial cuando se especula sobre la condicionalidad que acompañaría a un hipotético programa de apoyo a la economía española en los términos establecidos por el BCE a través de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC, o OMT por sus siglas en inglés). En el marco de dicho programa, España y Europa deberían asegurar que los ajustes fiscales se evalúen en términos estructurales (teniendo en cuenta el deterioro del ciclo económico) y no con objetivos nominales, como hasta ahora. Para lo anterior, es clave que el país recupere credibilidad y confianza en sus relaciones con Europa, de tal manera que las Operaciones Monetarias de Compraventa redunden en un descenso significativo del coste de financiación de la economía española y en una reapertura total de los mercados de financiación. En ausencia de lo anterior, la política fiscal podría incrementar la magnitud de su impacto (directo e indirecto) sobre la caída de la demanda interna durante 2013, sobre todo en la medida en que los mecanismos de transmisión de la política monetaria continúen obstruidos.

Esta evaluación de la consecución de objetivos en términos estructurales puede verse seriamente reforzada con el anuncio del Gobierno de crear una autoridad fiscal independiente que evalúe la situación cíclica de la economía así como su impacto sobre las finanzas públicas. A falta de conocer los detalles al respecto, su implementación puede incrementar significativamente la credibilidad de la política fiscal en España sólo en la medida en que: a) sea realmente independiente, b) sea transparente en su metodología, y c) sus integrantes sean profesionales con un amplio reconocimiento profesional. Asimismo, es imprescindible que se avance hacia un sistema impositivo más eficiente, que eleve la carga sobre el consumo y la disminuya sobre las rentas del trabajo y el capital. Adicionalmente, se debe progresar en la reforma del sistema de pensiones para garantizar su sostenibilidad, adelantando la puesta en marcha del factor corrector que se ha previsto a este respecto.

Finalmente, es indispensable que se cumpla rigurosamente con la agenda que se ha impuesto en materia de reformas estructurales, impulsando los cambios legales necesarios que reduzcan los costes de operación de las empresas y que contribuyan, de esta manera, a la mejora de la competitividad. Parte fundamental de lo anterior es completar el proceso de reestructuración del sector financiero. Los detalles recientemente anunciados sobre el funcionamiento de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) tratan de generar un balance adecuado entre la necesidad de atraer capital privado a su accionariado y evitar el resurgimiento de dudas respecto a la solvencia de algunas entidades financieras. Hay que mencionar que los precios de transferencia que se han definido, y que son inferiores a los que supondría una aplicación de las pérdidas esperadas por Oliver Wyman en el escenario base, se justifican por tratarse de una adquisición en bloque, por la cobertura de los riesgos de la Sareb, por los gastos que afrontará y por las perspectivas de desinversión de los activos. Por tanto, dichos precios no deben constituir una referencia para la valoración de activos bancarios no transferidos.

2. Las decisivas medidas de los bancos centrales hacen menos probables escenarios de riesgo

Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir consolidando la recuperación

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve en 2013 al 3,5% (3,2% en 2012; 4,1% de media del periodo 2010-12). Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo por las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el Banco Central Europeo (BCE). A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas. El primero y más preocupante, un resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro; el segundo, la amenaza que pende en los EE.UU. por el llamado "precipicio fiscal", un paquete de reducción del gasto público y de aumento de ingresos por valor del 4% del PIB que entraría automáticamente en vigor a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión; y el tercero, una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China y de aquellas basadas en la exportación de materias primas, cuya demanda depende a su vez de China.

El resto de políticas económicas debería aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales

En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades de todo el mundo –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EE.UU.– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. Las decisivas medidas tomadas han evitado que ocurriera un evento de riesgo sistémico comparable al observado a finales de 2008. Así, ambos bancos centrales han "construido puentes" para permitir que el resto de políticas macroeconómicas avancen hacia un nuevo marco institucional en el caso de Europa y hacia un nuevo pacto fiscal en los EE.UU. Además, las medidas de la Reserva Federal de los EE.UU. (Fed) se mantendrán por el tiempo que sea necesario, hasta que se observe una mejora del mercado laboral de EE.UU., mientras que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes. El estricto cumplimiento del ajuste fiscal es obligado en Europa, mientras que la mejora del mercado laboral es el objetivo en los EE.UU.

Europa, decidida a hacer lo que sea necesario

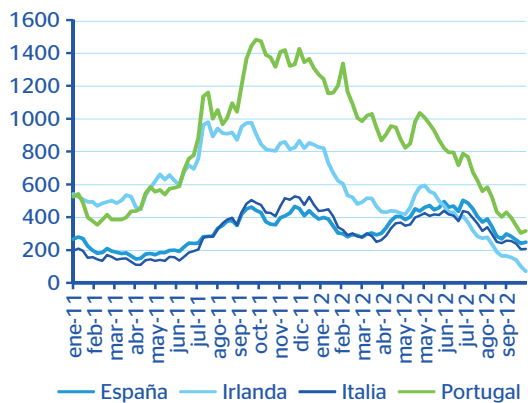
El BCE dió un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública. Bajo cierta condicionalidad, el BCE podría intervenir en los mercados secundarios de deuda pública¹. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio en donde se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento. El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, roto con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos por la posibilidad de una ruptura del euro. Puesto que para el banco central esto es "inaceptable", el BCE se ha comprometido con la compra de cantidades ilimitadas de deuda pública de aquellos países que pidan ayuda financiera a través de los fondos europeos (FEFF y MEDE), bajo una "estricta y efectiva condicionalidad".

1: Para más información ver nuestro informe ECB Watch de septiembre, disponible en: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/Observatorio_BCE_Sep2012_e_tcm346-356910.pdf?ts=5102012

El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto, a la vista de la reacción de los mercados. La existencia de un prestamista de última instancia para la deuda pública, bajo condicionalidad fiscal, disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro en su actual configuración. Así, las tensiones en los mercados financieros se han aliviado significativamente desde junio (véase el Gráfico 1) e incluso no se han agravado a pesar de diversas incertidumbres en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o ratings de deuda, por ejemplo.

Gráfico 1

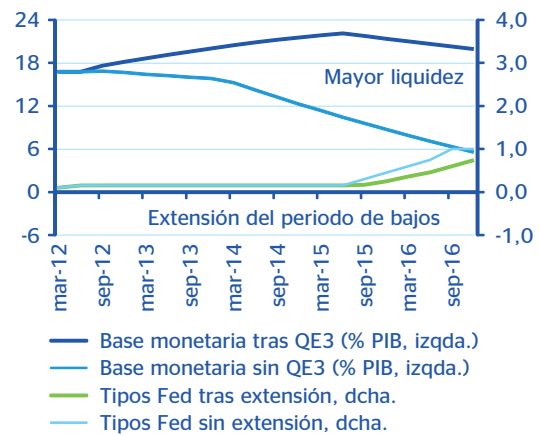
Índice de Tensiones Financieras para países de la zona euro¹



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

EE.UU.: expansión cuantitativa y tipos de interés



Fuente: BBVA Research

Hay otros factores que han venido a reforzar la unión monetaria en Europa. Primero, el fondo permanente que financiará los nuevos rescates en la zona euro (MEDE) ha entrado en vigor, después de que el Tribunal Constitucional de Alemania respaldase la participación de ese país. Segundo, el proceso establecido para llegar a una unión bancaria en Europa continúa, aunque más lentamente de lo esperado inicialmente. La implementación de una unión bancaria plena se basa en cuatro pilares: supervisión conjunta, regulación común, un órgano común de resolución bancaria y una garantía de depósitos conjunta. Dada la magnitud de la tarea se prevé que la plena implementación de todo ello sea un largo proceso. Aun así, los líderes europeos han acordado establecer un calendario en enero de 2013 para llegar a una efectiva supervisión bancaria y se espera que se llegarán a acuerdos sobre distintos detalles adicionales en la reunión del Eurogrupo de diciembre próximo. En lo que se refiere a la recapitalización directa de la banca a través del MEDE es importante para eliminar la retroalimentación de riesgos entre deuda pública y bancaria y para acabar con la fragmentación del mercado financiero. Sin embargo, ambos objetivos se pueden lograr también evitando regulaciones financieras excluyentes, enfocadas sólo en los mercados locales dentro del área del euro.

El área del euro terminará disponiendo de un marco general que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la dinámica de fragmentación financiera, pero sí con el suficiente compromiso para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países como Italia y España. Al mismo tiempo, la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y una definición adicional del diseño de la unión fiscal serán factores clave en la sostenibilidad de la zona euro en el largo plazo.

2: El Índice de Tensiones Financieras (ITF) de BBVA Research es un indicador sintético que resume los movimientos de: medidas de riesgo (CDS a 5 años y corporaciones no financieras, y CDS de deuda financiera), volatilidad (existencias, tipos de interés y tipos de cambio) y estrés de liquidez (diferencial entre el tipo interbancario y activos a 3 meses libres de riesgo).

En EE.UU. la Reserva Federal continuará con sus políticas por el tiempo que sea necesario

La economía de EE.UU. crece, pero lo hace a tasas históricamente bajas y con un mercado laboral que tiene una tasa de desempleo aún elevada. Ello es resultado del todavía elevado endeudamiento, que ha de irse absorbiendo, pero también de un entorno externo incierto en lo que se refiere a la resolución final de la crisis en Europa y, desde una perspectiva doméstica, de la falta de acuerdo sobre cómo reducir el elevado déficit público evitando un ajuste automático de ingresos y gastos que cada día se acerca más (precipicio fiscal).

En ese contexto, la Fed no dudó y en su reunión de septiembre flexibilizó aún más la política monetaria. El banco central de EE.UU. anunció que tiene intención de mantener los tipos de interés en los mínimos en los que está por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo que se mantenía antes. Pero para apoyar la mejora de expectativas del mercado laboral, también anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE). Este aumento de la liquidez en el sistema se instrumenta con la compra de cédulas hipotecarias (MBS) en vez de deuda pública, en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Además, la Fed continuará con su política acomodaticia todo el tiempo que sea necesario para asegurar el fortalecimiento de la recuperación y del empleo³.

Con esta política, la Fed está comprando un seguro frente al potencial impacto si se da un intenso ajuste fiscal automático. Como escenario más probable, esperamos que se llegue a un acuerdo para evitar que el paquete completo de recortes tenga lugar. Así, esperamos algún tipo de consolidación fiscal que lastre la economía. Con todo, según nuestras estimaciones, la relajación monetaria podría contribuir en solo unas décimas de punto al crecimiento del PIB en 2013, pero desde 2014 en adelante el efecto será más acentuado. Con respecto a la inflación, el impacto se retrasará y será comparativamente menor⁴. La tolerancia de la Fed a una mayor inflación estará en función del crecimiento y la mejora del mercado laboral.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costes de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y, con todo ello, sus tasas de crecimiento e inflación. Nuestras estimaciones muestran que el QE3 (más el "efecto Draghi") podría tener un impacto menor que el del QE1 dado el comportamiento de las primas de riesgo y en las entradas de capital en las economías emergentes. En cualquier caso, todo esto dependerá de la respuesta de las políticas nacionales a la entrada de capitales⁵.

La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011, tal y como cabría esperar de un proceso de desapalancamiento en marcha aún. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas a través del canal comercial, frenando las exportaciones y el crecimiento del PIB (ver Gráfico 3). Desde luego este es el caso de las tres mayores economías emergentes. Brasil prácticamente se estancó en la primera mitad del año; el PIB de India creció un 5,3% y 5,5% en tasa interanual en el primer y segundo trimestre, respectivamente, el ritmo más lento desde principios de 2009; y en el tercer trimestre del año la economía china se ralentizó a una tasa del 7,4%, el crecimiento más bajo desde 2009, aunque los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

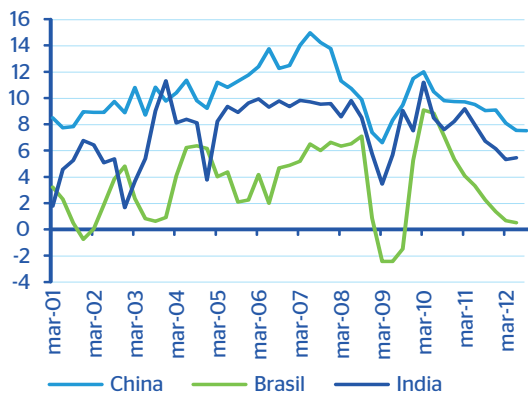
3: Para más información, ver nuestro US Fed Watch de septiembre disponible en: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/120913_FedWatchEEUU_169_tcm348-357366.pdf

4: Para más detalles véase el capítulo 4 de la revista Situación Global del cuarto trimestre de 2012.

5: Para más detalles véase capítulo 3 de la revista Situación Global del cuarto trimestre de 2012.

Gráfico 3

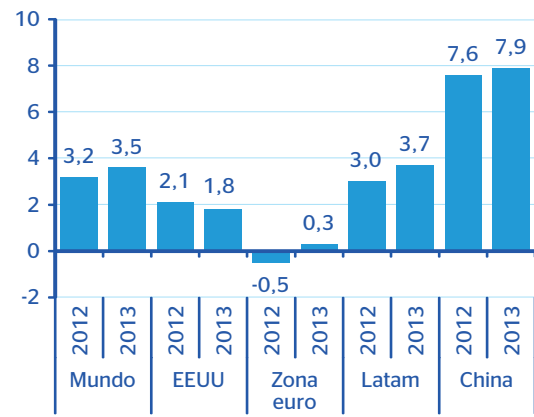
**Economías emergentes:
tasa de crecimiento del PIB (% interanual)**



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 4

Tasa de crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver

No obstante, las medidas tomadas por los bancos centrales en EE.UU. y en la zona euro han aclarado el panorama sobre la eventualidad de un escenario de riesgo. Las perspectivas de la zona euro se han visto afectadas durante el verano por dos fuerzas que han ido en distinta dirección. Por un lado, los datos económicos publicados han ido peor de lo previsto, especialmente los de confianzas de los agentes. Desde el segundo trimestre ya se observó una caída importante de la confianza, que se extendió desde los países de la periferia a los países del norte. En los meses de verano, los niveles de dichos indicadores no han empeorado para el conjunto de la zona, pero se han estabilizado en niveles que indican que la recesión continúa. Los indicadores reales, sobre todo la producción industrial, se han comportado en julio y agosto mejor de lo previsto, con aumentos importantes. En conjunto, no está claro que la tendencia positiva se esté extendiendo al resto del año y se prevé una caída de 0,3% para el conjunto de la eurozona durante el tercer trimestre del año, por debajo de lo previsto hace unos meses, lo que implica una revisión a la baja de la previsión para el conjunto del año hasta el -0,5%.

El segundo factor clave que va a determinar el comportamiento de la economía europea en el corto plazo es el anuncio del BCE de su disponibilidad a comprar deuda soberana de los países que pidan ayuda al ESM. Desde el anuncio inicial del presidente Draghi, los indicadores de tensiones financieras han mejorado sustancialmente, especialmente en agosto, y reflejan un riesgo mucho menor de ruptura del euro por parte de los mercados y una mejora en las condiciones financieras para los agentes económicos. Esta mejora podría suponer un impacto adicional sobre el PIB de la eurozona en 2013 de 0,6pp. De este modo, a pesar de un efecto base más negativo a finales de este año, se mantiene la previsión de crecimiento muy moderado para 2013 (0,3%). Este débil crecimiento será el reflejo de una demanda interna que continuará siendo débil (-0,3pp), mientras que la demanda exterior, aunque menor que en 2012, se mantendrá como el principal factor positivo de crecimiento.

Por países, la divergencia entre el centro y la periferia se mantendrá, fundamentalmente porque las condiciones financieras seguirán siendo dispares y porque el ajuste fiscal continuará siendo más importante (aunque menor que en 2012) en la periferia que en el centro. Así, esperamos un crecimiento moderado en Alemania (1,3%) y sobre todo en Francia (0,5%), mientras que la fuerte recesión continuará en los periféricos.

En EE.UU., se mantienen las previsiones de que el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. Respecto al resto del mundo, la principal revisión a la baja corresponde a China (-0,2 pp en 2012 y -0,4 pp en 2013), aunque en ambos años su tasa de crecimiento permanecerá cercana al 8%, ya que esperamos políticas de estímulo que compensen parcialmente la desaceleración que está experimentando. Otras economías emergentes compensarán esa menor actividad: las perspectivas de crecimiento para América Latina se revisan al alza en 2013, cuando la región crecerá al 3,7%, desde una tasa de crecimiento del 3% en 2012.

En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación, con crecimientos entre el 3% y el 3,5% del PIB en 2012 y 2013. Este escenario depende de varios supuestos clave y, en particular, que en el área del euro se implementen las políticas anunciadas para fortalecer la unión monetaria. En primer lugar, asumimos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio, por lo que el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos, se restaurará de nuevo. Segundo, asumimos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado, lo que reduciría los tipos de interés en las economías periféricas. Y ello sin que se puedan descartar bajadas más intensas si el área del euro progresa más rápidamente en su nueva configuración institucional y la implementación de los compromisos acordados.

En conjunto, la intervención del MEDE/BCE podría ser suficiente para llevar las rentabilidades de la deuda pública de Italia y España hacia niveles más consistentes con la sostenibilidad de la deuda a medio plazo y que, a la vez, compensen el impacto de corto plazo que puedan tener en el crecimiento algunas de las reformas emprendidas. Esto implica que ambos países conserven su calificación de grado de inversión y cumplan con sus compromisos fiscales (o se les garantice una extensión para ello, teniendo en cuenta sus saldos fiscales estructurales). En este asunto, debería considerarse el riesgo de un bucle negativo entre ajuste fiscal y crecimiento económico. Finalmente, en este escenario central se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyos desde Europa mediante una financiación adicional y/o un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando.

3. Perspectivas de crecimiento de la economía española: la recesión continuará en 2013

Europa y España avanzan paulatinamente en las acciones necesarias para impulsar el crecimiento económico en el largo plazo

Tras el recrudescimiento de las tensiones financieras desde principios de mayo, las autoridades europeas y españolas adoptaron acciones encaminadas a despejar las dudas sobre las perspectivas económicas y políticas en el medio y largo plazo. En lo que respecta al conjunto del área del euro, la puesta en marcha del programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) por parte del BCE (véase la Sección 2), ha despejado las dudas sobre la reversibilidad del proyecto del euro y supone una ventana de oportunidad para aquellos estados miembros que siguen experimentando dificultades de financiación a pesar de que han acometido reformas y/o ajustes estructurales cuyos beneficios inevitablemente tardarán en llegar. Asimismo, se ha seguido avanzando en la arquitectura de la unión bancaria europea, un paso importante para romper el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario dentro de la unión monetaria.

De igual forma, en España se ha seguido avanzando en concordancia con las políticas económicas delineadas en julio, tras el acusado deterioro tanto del coste como de la capacidad de acceso a la financiación de la economía. En lo que respecta al proceso de reestructuración del sistema financiero, se ha seguido la hoja de ruta acordada con el resto de socios europeos en el MdE (véase el Recuadro 1)⁶. En el ámbito presupuestario, el Gobierno aprobó en agosto el plan presupuestario bianual 2013-2014 y en septiembre, el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2013 (PGE13)⁷, cuyos capítulos no reflejan un esfuerzo de consolidación adicional al esbozado en el paquete de medidas fiscales aprobado en julio (véase la Sección 4)⁸. Finalmente, el Gobierno anunció también un ambicioso calendario legislativo para la aprobación de reformas basadas tanto en el Programa Nacional de Reformas (PNR) como en las recomendaciones realizadas por la Comisión Europea. Dicho plan recoge medidas ya aprobadas y en proceso de implementación (v.g., la reforma del mercado de trabajo y la liberalización del comercio minorista), anunciadas (v.g., reforma de la educación y fomento del alquiler), y otras por realizar (modificaciones adicionales al sistema de pensiones, servicios profesionales, mercado único, etc.) que, en su conjunto, suponen una mejora de las perspectivas de crecimiento potencial de la economía española (véase el Recuadro 2).

Sin embargo, los determinantes de la evolución de la economía española en el corto plazo continúan mostrando una acusada debilidad que advierte la continuidad de la contracción económica en el futuro más próximo.

A tenor de lo expuesto, se espera que la economía española siga en recesión durante los próximos trimestres. En primer lugar, a pesar de las medidas anunciadas por parte del BCE, se prevé que durante los próximos meses el acceso a la financiación externa continúe siendo limitado y relativamente caro, tanto para el sector público como para el privado. En segundo lugar, las perspectivas de crecimiento en Europa siguen siendo negativas, lo que se traducirá en una demanda intracomunitaria débil de los bienes y servicios producidos en España. En tercer lugar, las tensiones geopolíticas se han saldado con una nueva corrección al alza de los precios del petróleo, lo que está limitando el dinamismo del sistema productivo español.

6: Las condiciones del Memorando de Entendimiento firmado el pasado 20 de julio están disponibles en: <http://www.mineco.gob.es/portal/site/mineco/menuitem.aa5c961c0709f0fe3e85b782026041a0/?vgnnextoid=7c9f2f207c415310VgnVCM1000001d04140aRCRD>

7: Disponibles en: <http://www.lamoncloa.gob.es/NR/rdonlyres/EFF72C06-60CF-4C23-BD67-7BC820DA88E7/210757/Planpresupuestario201320146.pdf> y <http://www.sepg.pap.minhap.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/ProyectoPGE/Paginas/ProyectoPGE2013.aspx>

8: En el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al tercer trimestre de 2012 se evalúan las medidas aprobadas por el Gobierno en el Consejo de Ministros de día 13 de julio de 2012 (<http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/14/pdfs/BOE-A-2012-9364.pdf>).

En lo que respecta a los condicionantes domésticos, la corrección de los desequilibrios acumulados seguirá pesando sobre la demanda y la oferta privadas. Igualmente, la información conocida al cierre de esta publicación augura una continuidad del tono contractivo de la política fiscal durante todo el horizonte de previsión. Si bien el esfuerzo estructural en la realineación de las finanzas públicas españolas es notable, y así debe ser reconocido por parte de las autoridades europeas, la incertidumbre sobre el cumplimiento de los objetivos presupuestarios de 2012 se mantiene. Lo anterior, es consecuencia de las dudas sobre el ajuste de las cuentas de las comunidades autónomas, del deterioro cíclico que se viene observando en algunas partidas de ingresos y gastos, de la presión en el coste de financiación de la deuda pública y de la dinámica poblacional adversa. Si finalmente España solicitase formalmente la ayuda financiera ofrecida por el BCE y se mantuviesen los actuales objetivos presupuestarios para 2013, ello podría derivar en un sesgo negativo sobre las previsiones de crecimiento para ese año, aunque este efecto podría verse minorado por la contundencia con la que se reduzca la prima de riesgo española como consecuencia de dicha petición.

Pese a esto, persisten algunos factores que actuarán como contrapeso. La política monetaria (y de liquidez) por parte del BCE seguirá siendo proclive a apoyar la demanda agregada y la estabilidad financiera, lo que podría dar un soporte más positivo en los próximos meses, toda vez que la intervención de la autoridad monetaria en los mercados secundarios ayudaría a restaurar la transmisión de la política monetaria. Asimismo, es de prever que, ante la anémica demanda europea, las empresas exportadoras continúen reorientando progresivamente su producción hacia los países emergentes que, a pesar de que experimentan una desaceleración paulatina, seguirán creciendo significativamente por encima de lo que lo harán los mercados desarrollados. Finalmente, se espera que, aunque su efecto esté próximo a agotarse, el programa de pago a proveedores (que ha movilizado recursos en torno al 2,5% del PIB) continúe teniendo un impacto positivo en la parte final del ejercicio económico.

En síntesis, se prevé que la economía española siga en recesión durante los próximos trimestres y que, en el escenario más probable, se observe una caída del PIB en torno al -1,4% tanto para el conjunto del 2012 como para 2013. No obstante, si bien es cierto que las innovaciones en el escenario anteriormente descritas no suponen, en balance, una revisión de las previsiones de crecimiento para el bienio 2012-2013, es necesario resaltar que, aunque de forma menos acusada de lo anticipado hace tres meses, los riesgos siguen sesgados a la baja.

La economía española continuó contrayéndose en el 3T12 al ritmo marcado durante el primer semestre del año

A falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) señala que la economía española se habría contraído un 0,3% t/t en el 3T12, encadenando cuatro trimestres consecutivos de caídas^{9,10}. De confirmarse esta estimación, la retracción de la actividad entre julio y septiembre habría sido menos intensa que la esperada hace tres meses (BBVA Research: -0,7% t/t), tal y como apuntaban nuestras estimaciones más recientes del PIB en tiempo real (MICA-BBVA -0,3% t/t, véase el Gráfico 5)¹¹ que, por otro lado, siguen advirtiendo la continuidad del tono contractivo durante el trimestre actual (véase el Gráfico 6). Adicionalmente, los indicadores parciales de coyuntura conocidos a la fecha de cierre de este informe apuntan a que se mantiene la corrección a la baja en la mayor parte de los componentes de la demanda doméstica que, en su conjunto, habrían drenado 1,1pp al crecimiento del PIB (0,3pp menos que en el 2T12). Así, la composición del crecimiento habría vuelto a estar marcada por el avance de la demanda externa neta, que habría contribuido en 0,7pp (véase el Gráfico 7), como consecuencia del notable crecimiento de las ventas al exterior empero la corrección al alza de las importaciones.

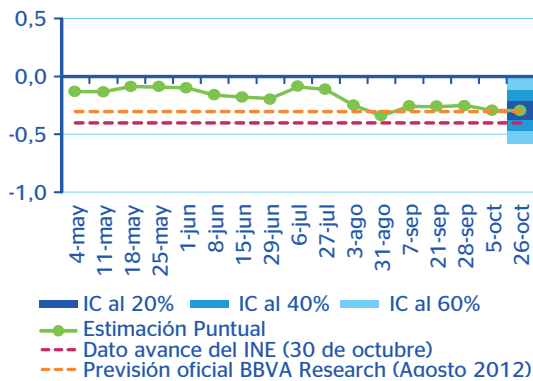
9: Cumpliendo con el calendario de revisiones de la Contabilidad Nacional de España (CNE), el detalle de la CNTR del 2T12 incorporó la revisión de las series históricas desde 2008 (<http://www.ine.es/prensa/np733.pdf>). Según estas revisiones la economía española habría crecido en 2011 tres décimas menos de lo previamente anticipado (+0,7%), producto de un dinamismo algo menor de la demanda externa neta y de una debilidad más acusada de la demanda doméstica.

10: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 3T12 se publicará el próximo 15 de noviembre, siendo posible la revisión del dato avance.

11: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012

Gráfico 5

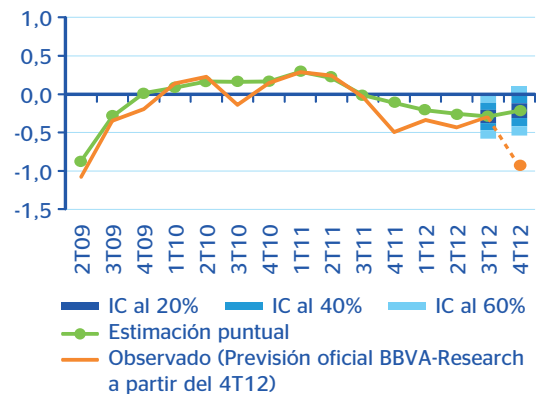
España: previsiones de crecimiento del PIB para 3T12 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

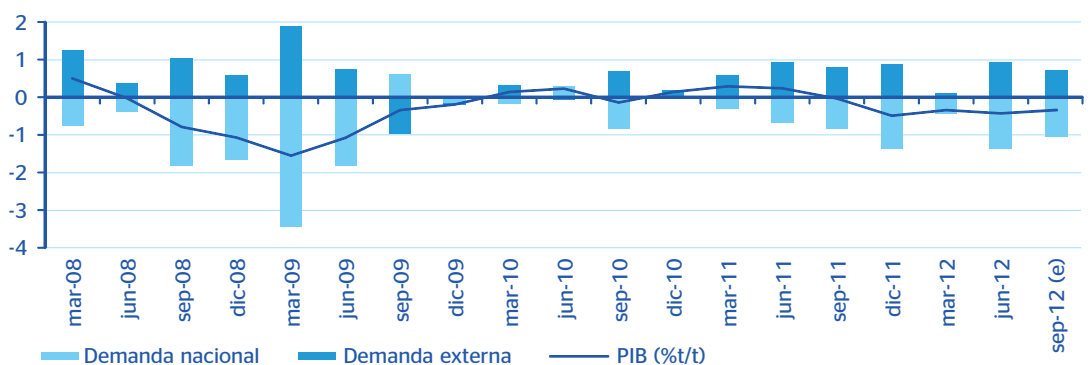
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



* Previsión actual: 2 de noviembre de 2012
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 7

España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB

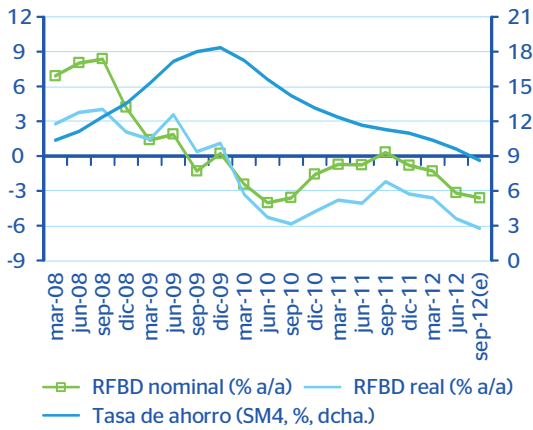


(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La demanda doméstica privada continuó menguando, condicionada por las medidas fiscales adoptadas

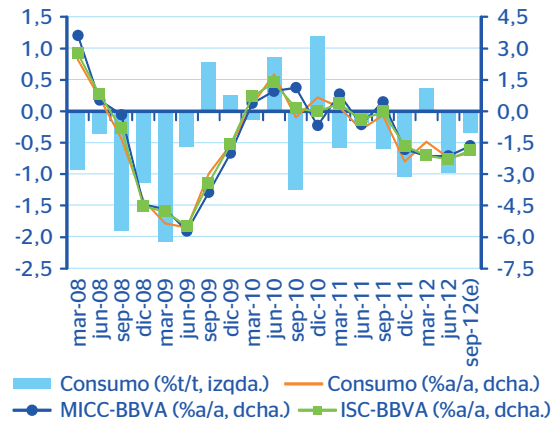
Tras un segundo trimestre caracterizado por el retroceso del consumo privado, los indicadores parciales de demanda, principalmente de bienes duraderos y, en menor medida, de servicios, sugieren que el gasto de los hogares ralentizó su ritmo de deterioro durante el 3T12. Dicha evolución se vio condicionada por la anticipación de compras causada por los cambios en el IVA que entraron en vigor en septiembre (aumento de los tipos general y reducido y modificación de las bases imponibles) y por la disminución prevista de la tasa de ahorro de los hogares, que compensaron parcialmente la caída de su renta disponible y de su riqueza neta, tanto financiera como inmobiliaria (véase el Gráfico 8). Así, el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) y el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) apuntan a que el gasto de los hogares se habría contraído en torno a un 0,3% t/t (-2,0% a/a) en el 3T12, la mitad que en el trimestre precedente (véase el Gráfico 9).

Gráfico 8
España: RFBD y tasa de ahorro de los hogares



Fuente: BBVA Research a partir de INE

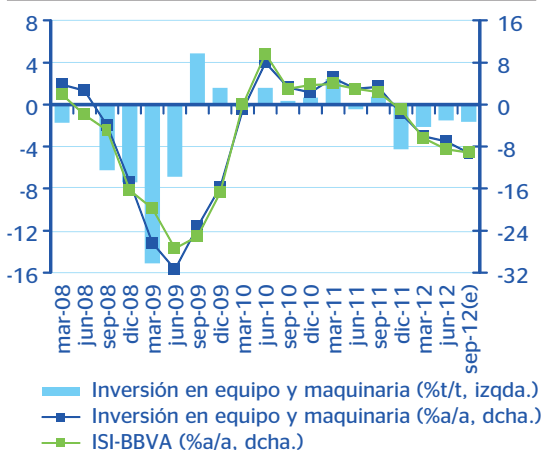
Gráfico 9
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de INE

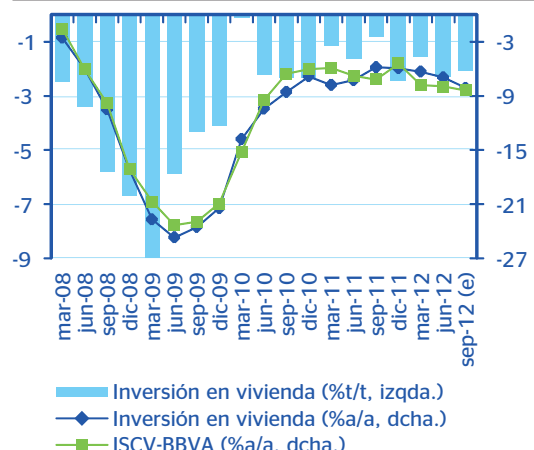
Por su parte, la información relativa a la inversión privada permite anticipar que la retracción de sus principales partidas prosiguió durante el tercer trimestre del año. En lo que respecta a la inversión en equipo y maquinaria, su evolución continuó viéndose condicionada adversamente por la atonía de la demanda interna, el tono contractivo de la política fiscal y, finalmente, las todavía elevadas dificultades de financiación a pesar de la relajación parcial de las tensiones financieras en Europa. Así, el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) señala que esta partida de la demanda, que continúa encontrando su único apoyo en los flujos comerciales externos, se habría vuelto a contraer en torno a un 1,5% t/t (-9,2% a/a) entre julio y septiembre (véase el Gráfico 10). Igualmente, la inversión en vivienda volvió a disminuir como consecuencia del proceso de corrección de los desequilibrios acumulados y el actual deterioro cíclico de la economía española. Así, a pesar de que las compraventas de vivienda mostraron un comportamiento positivo en los dos primeros meses del trimestre -previsiblemente, como consecuencia de los cambios impositivos anunciados a principios del mismo-, la corrección acumulada de los precios reales de la vivienda hasta 3T12 se aceleró hasta el 32,2%, y la actividad residencial se mantuvo en mínimos (véase el Recuadro 3). En síntesis, siguen sin observarse cambios significativos en el ritmo de descenso de la inversión en vivienda que, según nuestro indicador sintético (ISCV-BBVA), se habría situado en torno al -2,1% trimestral (-8,1% a/a) (véase el Gráfico 11).

Gráfico 10
España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria



(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 11
España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en vivienda



(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de INE

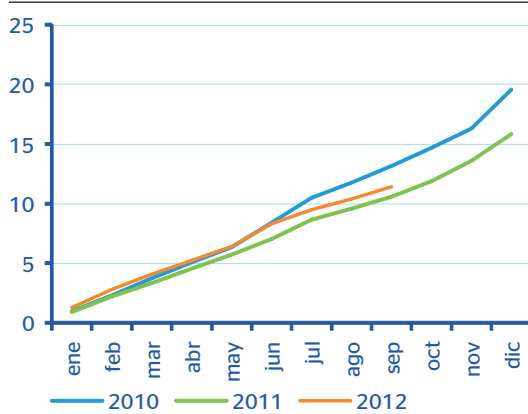
El ajuste de la demanda pública en el 1S12 fue menor de lo esperado, por lo que se prevé una intensificación del mismo a lo largo del segundo semestre

De cara al tercer trimestre, los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado muestran una moderación del ritmo de crecimiento del gasto a septiembre de 2012 (véase el Gráfico 12), con un ajuste generalizado a prácticamente todas las partidas del gasto, aunque sigue concentrándose en el recorte de la inversión y, en menor medida, de los consumos intermedios y la remuneración de asalariados. De esta forma, el gasto en consumo final de la administración central continúa moderándose y se situaría, en acumulado a doce meses, en niveles semejantes a los registrados a mediados de 2009 (véase el Gráfico 13). Igualmente, la ejecución del gasto de las comunidades autónomas muestra una moderación en prácticamente todas sus partidas debido, en parte, a la no ejecución del gasto, que está siendo mayor que la de ejercicios anteriores.

A la luz de esta información, y a la espera de conocer el desempeño definitivo del resto de administraciones públicas durante el 3T12, se espera que el consumo público haya continuado intensificando su ajuste durante los meses transcurridos del segundo semestre, ya que una buena parte de las medidas de consolidación fiscal anunciadas entraron en vigor en este periodo. Por otro lado, el recorte esperado de la inversión pública hace prever una continuación del intenso retroceso de la construcción no residencial.

Gráfico 12

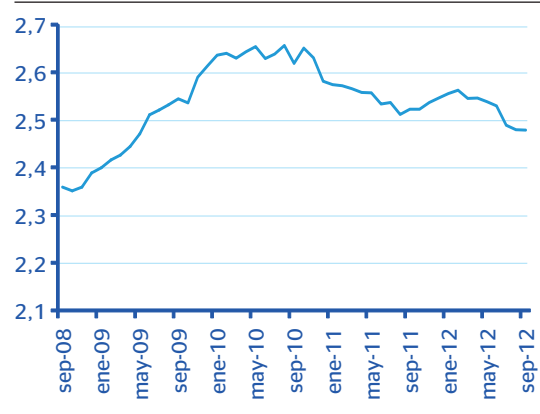
España:
empleos no financieros del Estado (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 13

España: gasto en consumo final del Estado
(Acumulado a 12 meses. % PIB mensual)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

El elevado incremento de las exportaciones evitó, de nuevo, una mayor contracción de la economía española en el 3T12

Las exportaciones españolas comenzaron el segundo semestre del año en un contexto de fuerte inestabilidad financiera en Europa, incertidumbre sobre el crecimiento de la UEM y continuos problemas de acceso a las fuentes de financiación domésticas y externas. Por si solos, la presencia de estos factores adelantaba una presión a la baja en el comportamiento de las exportaciones durante el 3T12, tras el retorno a una senda de recuperación moderada en el trimestre precedente. Sin embargo, los indicadores de coyuntura disponibles hasta la fecha sugieren la dinámica opuesta. En concreto, unido al incremento moderado de julio, las exportaciones reales de bienes provenientes de la balanza comercial registraron un aumento intermensual elevado durante el mes de agosto. Por su parte, y de cara al cierre del trimestre, la cartera de pedidos de exportaciones de la industria continúa anticipando un desempeño positivo. Por lo tanto, la información disponible apunta a una sólida expansión de las exportaciones de bienes,

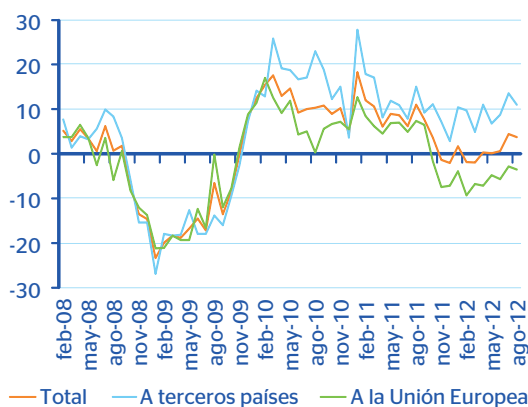
que se habría situado en el 3,8% t/t en el 3T12, apoyada, al menos en parte, en la continua diferenciación que están experimentando los destinos, a raíz de la falta de tracción que siguen mostrando los principales mercados desarrollados, en particular, Europa (véase el Gráfico 14).

En la misma línea se habrían comportado las exportaciones de servicios (+2,2% t/t). Así, el turismo exterior mantiene un comportamiento positivo, tras un trimestre de verano que se saldó con un aumento tanto de los viajeros extranjeros entrados en hoteles (+3,1% a/a en 3T12) como, en particular, de sus pernoctaciones (+4,5% a/a en el mismo periodo), que fue especialmente notorio en el mes de septiembre (véase el Gráfico 15). En balance, los turistas extranjeros habrían realizado un gasto en España de 14.200M€ durante la campaña de verano, un 8,0% más que en el mismo periodo del año anterior, fruto tanto del aumento de los visitantes como del gasto medio por turista.

Las perspectivas para la campaña de otoño siguen apuntando a una desaceleración del crecimiento de la entrada de turistas respecto a lo observado en los últimos meses. De acuerdo con el modelo de indicadores coincidentes del turismo (MICT), elaborado por BBVA y Google, las pernoctaciones de extranjeros en hoteles españoles en octubre y noviembre podrían incrementarse en un 2,7% a/a, lo que, en todo caso, mantendría las entradas de viajeros extranjeros por encima de los 40 millones para el conjunto de 2012, confirmando el nuevo récord anticipado por nuestras previsiones de hace tres meses.

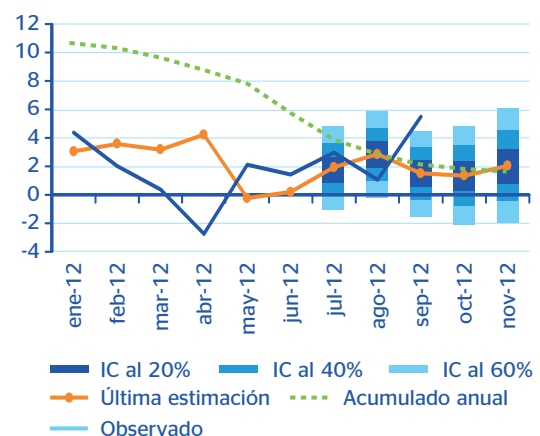
La recuperación de las exportaciones, junto al adelantamiento de las compras domésticas ante la subida del IVA en septiembre, habrían propiciado una expansión moderada de las importaciones tras tres trimestres consecutivos de caídas. De este modo, los indicadores de coyuntura publicados hasta la fecha sugieren que la mejora de las compras al exterior podría haber llegado al +1,6% t/t, si bien la atonía de los segmentos de bienes de consumo y de capital previsiblemente seguirá condicionando su comportamiento en el corto plazo. En síntesis, los elementos mencionados apuntan a una contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento durante el 3T12 ligeramente menor de la observada en el trimestre anterior, aunque con una composición más virtuosa.

Gráfico 14
España: exportaciones de bienes y servicios de grandes empresas (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de AEAT

Gráfico 15
España: entrada de turistas extranjeros en hoteles y previsiones del Modelo MICT-Google-BBVA (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Google a partir de INE

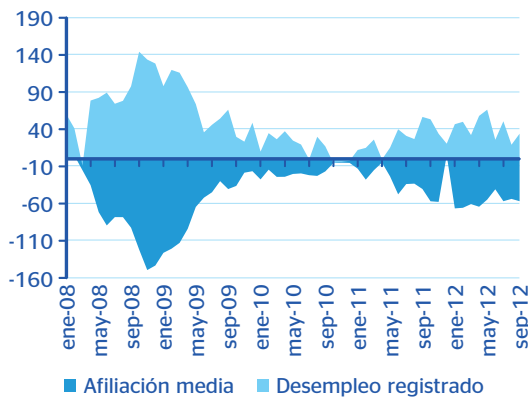
El deterioro del mercado de trabajo se ralentizó en 3T12

Cuando se excluyen los cambios provocados por motivos estacionales y de calendario (CVEC), los registros del mercado laboral muestran que el ritmo de destrucción de empleo se moderó ligeramente entre julio y septiembre. Así, la afiliación media a la Seguridad Social cayó un 0,9% t/t CVEC en el 3T12, una décima menos que en el trimestre precedente. En consecuencia, el

aumento del desempleo registrado (2,4%/t CVEC) fue menor que el observado en el 2T12 (3,4% t/t CVEC) (véase el Gráfico 16). En líneas generales, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 3T12 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro. A pesar de la disminución de la población activa (-12,0 miles de personas, 0,3 miles CVEC), la caída de la ocupación (-97,0 miles de personas, -169,7 mil CVEC) -concentrada en el empleo asalariado, en los servicios y en la construcción- provocó un incremento de 0,4pp de la tasa de desempleo hasta el 25,0% (25,3% CVEC). Mientras que la contratación indefinida se redujo en 179,4 miles de asalariados, la temporal creció en 15,3 miles debido a la contribución estacional del sector privado (34,9 miles), por lo que la tasa de temporalidad aumentó 0,4pp hasta el 24,0% (23,3% CVEC) (véase el Gráfico 17).

Gráfico 16

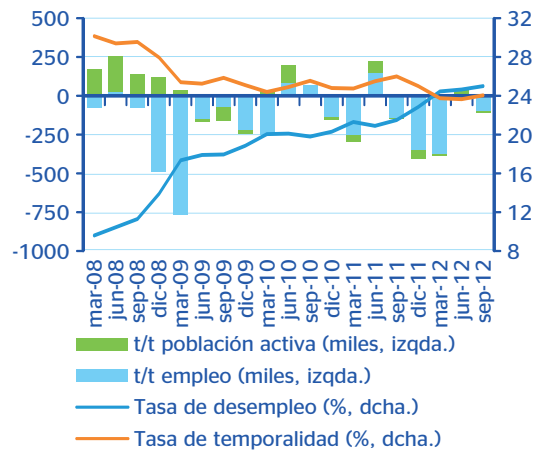
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (Var. mensual en miles de personas, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir MEySS

Gráfico 17

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

A pesar del incremento de los precios del consumo en el 3T12, se mantuvo la moderación salarial

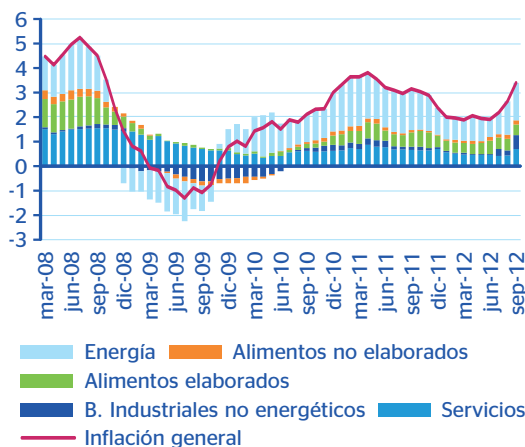
Durante el tercer trimestre del año, tanto la inflación general como la subyacente repuntaron con fuerza, hasta alcanzar el 3,4% a/a y el 2,1% a/a, respectivamente, en septiembre¹². Lejos de responder a presiones inflacionistas en el mercado interno, dicha evolución se debió a factores exógenos a la demanda, tales como la presión al alza en el precio de las materias primas -principalmente del petróleo y de los alimentos-, el incremento del copago farmacéutico a partir de julio y el aumento del IVA en septiembre. Como se observa en el Gráfico 18, el primer factor explica prácticamente la mitad del incremento de 1,5pp en la inflación general hasta antes del aumento del IVA en septiembre (0,7pp). Por su parte, el incremento del copago farmacéutico se tradujo en un crecimiento interanual de los precios de los medicamentos y otros productos farmacéuticos del 22,7% a/a hasta agosto, lo que supuso una contribución al repunte de la inflación de 0,19pp (0,24pp en el caso de la subyacente). Finalmente, pero no menos importante, nuestras estimaciones preliminares apuntan a que la traslación parcial del aumento del IVA (en torno al 35%) habría supuesto 0,7-0,8pp de aumento de los precios en septiembre. No obstante, no se puede descartar que se produzca una traslación adicional de la carga impositiva a los precios finales durante los próximos meses.

12: El indicador adelantado del IPC de octubre señala una aceleración de la inflación anual hasta el 3,5%, que se corresponde, según nuestras estimaciones, con un aumento de la inflación subyacente.

Por su parte, los registros del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) señalan que durante el tercer trimestre del año el diferencial de inflación respecto a la zona euro volvió al terreno positivo. En términos de la inflación general, el diferencial de precios se habría situado en septiembre en torno a su media histórica (0,8pp), mientras que, tomando como referencia el componente subyacente, lo habría hecho alrededor de los 0,4pp (frente a una media histórica de +0,8pp). No obstante, cabe precisar que puesto que esta evolución responde en buena medida al aumento de los impuestos indirectos, no supone una pérdida directa de competitividad de las exportaciones españolas.

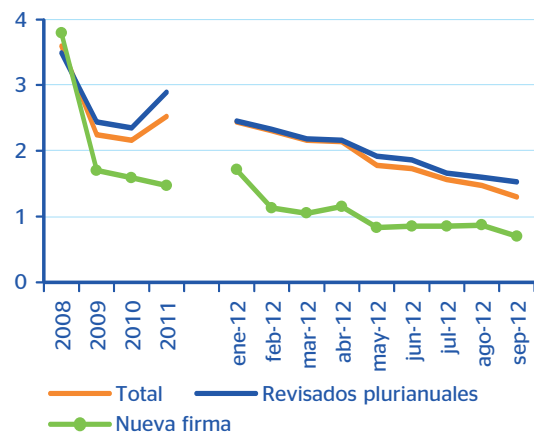
Con todo, dada la debilidad de la demanda, no se esperan efectos de segunda ronda derivados del aumento de los salarios como consecuencia de la presión al alza de los precios de la energía y del aumento del IVA. Al respecto, el crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo ha continuado moderándose durante el último trimestre, especialmente en los convenios de nueva firma (véase el Gráfico 19). Sin embargo, los salarios han seguido aumentando por encima del 0,5%, cifra establecida como límite máximo en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012-2014, rubricado por CEOE, CEPYME, CCOO y UGT el pasado 25 de enero, lo que sigue repercutiendo negativamente sobre el ajuste del mercado de trabajo.

Gráfico 18
España:
contribuciones al crecimiento interanual del IPC



Fuente: BBVA Research a partir INE

Gráfico 19
España: crecimiento salarial medio
pactado en convenio colectivo (% a/a)



Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.
Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Escenario 2012-2013: se mantiene el diagnóstico sobre la economía española en el corto plazo

Como adelantábamos en la introducción de esta sección, a pesar de que se ha avanzado en las reformas estructurales, tanto en Europa como en España, los determinantes de la evolución de la economía española siguen siendo consistentes con una retracción de la actividad en torno al 1,4%, tanto en 2012 como en 2013 (véase el Cuadro 1). En particular, se prevé que el impacto en la actividad de la mayor presión al alza en los precios del petróleo (en torno a 9 dólares por barril en 2012 y en 2013), y de la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la zona euro (-0,2pp en 2012) sea compensado por una menor prima de riesgo respecto a lo que anticipábamos hace tres meses (-12pb en 2012 y -45pb en 2013). Sin embargo, los riesgos en este escenario, producto de la aún elevada incertidumbre, siguen sesgados a la baja, si bien de una forma menos acusada de lo que se adelantaba en la anterior edición de esta publicación.

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12 (e)	2011	2012 (p)	2013 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	0,6	-0,8	-1,0	-2,1	-2,0	-2,4	-2,3	-0,8	-2,4	-3,9
G.C.F Privado	0,0	-1,0	-0,4	-2,5	-1,4	-2,2	-1,9	-1,0	-2,0	-2,9
G.C.F Hogares	0,2	-0,9	-0,2	-2,4	-1,5	-2,2	-2,0	-0,8	-2,1	-2,9
G.C.F AA.PP	2,2	-0,5	-2,7	-1,1	-3,6	-3,0	-3,2	-0,5	-3,6	-6,9
Formación Bruta de Capital	-5,9	-5,1	-4,6	-6,5	-7,6	-9,3	-10,9	-5,5	-9,5	-7,4
Formación Bruta de Capital Fijo	-6,0	-4,9	-4,2	-6,0	-7,7	-9,4	-11,2	-5,3	-9,7	-7,5
Activos Fijos Materiales	-6,7	-5,4	-4,7	-6,6	-8,4	-10,3	-12,1	-5,8	-10,5	-8,0
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	4,9	2,9	3,5	-1,7	-5,9	-6,9	-9,2	2,3	-7,6	-3,7
Equipo y Maquinaria	5,1	3,0	3,4	-1,7	-6,0	-7,0	-9,2	2,4	-7,7	-3,8
Construcción	-10,8	-8,5	-8,0	-8,6	-9,5	-11,8	-13,4	-9,0	-11,8	-10,0
Vivienda	-7,8	-7,3	-5,8	-5,9	-6,3	-7,0	-8,1	-6,7	-6,8	-8,4
Otros edificios y Otras Construcciones	-13,5	-9,6	-9,9	-10,9	-12,3	-16,0	-18,1	-11,0	-16,3	-11,7
Activos Fijos Inmateriales	4,1	1,4	4,9	2,0	3,0	2,9	1,0	3,1	2,0	-1,6
Variación de existencias (*)	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-0,9	-1,8	-1,8	-3,1	-3,2	-3,9	-4,2	-1,9	-4,0	-4,7
Exportaciones	10,2	7,1	7,6	5,8	2,8	3,3	3,5	7,6	3,8	8,2
Importaciones	4,5	-1,6	-1,2	-4,9	-5,9	-5,4	-4,7	-0,9	-4,7	-1,8
Saldo exterior (*)	1,4	2,4	2,5	3,1	2,6	2,6	2,6	2,3	2,6	3,3
PIB pm	0,5	0,5	0,6	0,0	-0,6	-1,3	-1,6	0,4	-1,4	-1,4
Pro-memoria										
PIB sin inversión en vivienda	1,2	1,1	1,1	0,4	-0,2	-0,9	-1,3	1,0	-1,1	-1,0
PIB sin construcción	2,7	2,1	2,1	1,4	0,8	0,4	0,1	2,1	0,2	-0,3
Empleo total (EPA)	-1,3	-0,9	-2,1	-3,3	-4,0	-4,8	-4,6	-1,9	-4,4	-3,4
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	21,3	20,9	21,5	22,8	24,4	24,6	25,0	21,6	25,0	26,1
Empleo total (e.t.c.)	-1,4	-0,9	-1,6	-2,9	-3,6	-4,6	-4,6	-1,7	-4,2	-3,2

(*) Contribuciones al crecimiento

(e): estimación; (p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Una disminución de las cotizaciones sociales a cargo del empleador hubiera contribuido a atenuar la destrucción de empleo durante el próximo bienio

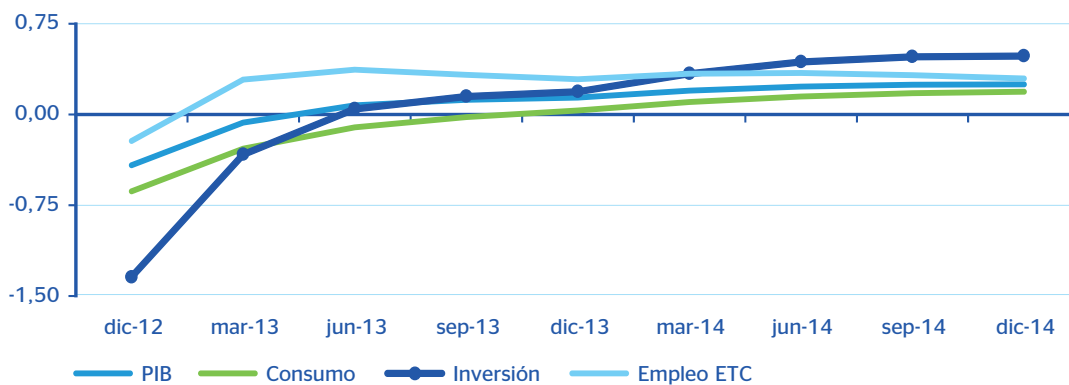
El empleo continuará disminuyendo durante el último trimestre de 2012 y el conjunto de 2013, lo que provocará un repunte de la tasa de paro, que se situará alrededor del 26% al final del horizonte de previsión, a pesar de la caída esperada de la población activa. Si bien la reforma del mercado laboral aprobada en febrero¹³ no evitará que la economía siga destruyendo empleo en el corto plazo, sí podría facilitar el necesario reequilibrio entre el ajuste del margen extensivo (ocupados) y el intensivo (horas de trabajo y remuneración), reducir la segmentación e incrementar la productividad. Al respecto, nuestras previsiones indican que el crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo superará el 2,8% este año y el 1,8% el próximo, significativamente por encima del aumento promedio de las últimas tres décadas (1,2%).

13: En el Recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012 se realizaba una evaluación de la reforma del mercado de trabajo y se sugerían líneas de mejora, algunas de ellas -como, por ejemplo, la reducción del plazo otorgado para la negociación de un nuevo convenio colectivo- posteriormente incorporadas en la Ley 3/2012, de 6 de julio, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral (<http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/07/pdfs/BOE-A-2012-9110.pdf>).

El deterioro previsto del mercado de trabajo podría haber sido atenuado mediante la disminución de las cotizaciones sociales a cargo del empleador en 2013 (1 punto) y en 2014 (2 puntos), medida anunciada por el Gobierno el pasado mes de julio que, finalmente, no ha sido incluida en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado de 2013. La devaluación competitiva provocada por la reducción de la carga prestacional y el aumento del IVA del mes de septiembre pasado, se habrían traducido en un crecimiento acumulado del nivel de empleo en torno al 0,3% hasta finales de 2014, como se puede observar en el Gráfico 20¹⁴.

Gráfico 20

España: efecto sobre la actividad y el empleo de una disminución de las cotizaciones sociales de 2pp hasta 2014 financiada con un incremento del IVA de 3pp (desviación del nivel en pp sobre el escenario sin reforma)



Fuente: BBVA Research

A pesar de su notable dinamismo, el avance de la demanda externa seguirá siendo insuficiente para compensar el deterioro de la demanda doméstica

En primer lugar, las medidas adicionales de consolidación fiscal adoptadas en julio, junto con los planes presupuestarios esbozados por el Ejecutivo español en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2013 y el todavía elevado coste de financiación de la deuda pública española, permiten adelantar la continuidad de la contribución negativa de la demanda doméstica pública al crecimiento. En términos reales de la Contabilidad Nacional de España (CNE), se espera una caída del 3,6% del consumo público y del 16,3% de la inversión en construcción no residencial en 2012. Dicho tono contractivo se prolongará durante 2013, que según las previsiones que se presentan en esta publicación, se cerraría con un retroceso del consumo público en torno al 6,9% y de la inversión en otras construcciones del 11,7%.

Sin embargo, estas previsiones están sujetas a una mayor incertidumbre de la contemplada hace tres meses. En particular, dado que el impacto de las medidas de consolidación anunciadas está siendo menor de lo previsto -debido en parte a que el efecto del deterioro cíclico de la economía sobre los ingresos y gastos públicos está siendo mayor de lo esperado-, la probabilidad de cumplimiento del objetivo de estabilidad de 2012 (-6,3% del PIB) ha disminuido significativamente. Esta previsible desviación, junto con unas previsiones macroeconómicas del Gobierno más optimistas que las contempladas en el escenario de BBVA Research, hacen que la consecución del objetivo de 2013 (-4,5% del PIB) sea todavía más incierta, por lo que no se puede descartar el anuncio de nuevas medidas para alcanzar la meta actualmente fijada para 2013. La decisión que tome el Ejecutivo español respecto a la ayuda financiera ofrecida por

14: En la Sección 4 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2009 se proponía una reducción permanente de 3,5pp del tipo efectivo de las cotizaciones sociales a cargo del empleador a cambio de un aumento de 2pp del tipo efectivo medio de la imposición sobre el consumo. Los resultados de las estimaciones sugerían que esta devaluación fiscal incrementaría un 0,6% el PIB y un 1,4% el empleo equivalente a tiempo completo durante el primer año de la reforma.

el BCE, junto con la contundencia con la que se reduzca la prima de riesgo española como consecuencia de dicha decisión, serán claves para determinar la magnitud final de los sesgos que se derivan del incumplimiento de los objetivos en 2012.

En lo que respecta al consumo privado, el aumento de la imposición indirecta y el empeoramiento previsto de sus determinantes anticipa una caída del gasto durante todo el horizonte de predicción (en torno al -2,1% en 2012 y al -2,9% en 2013). Así, el deterioro del empleo provocará una nueva disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de los hogares. Adicionalmente, el incremento del IVA en septiembre de 2012 -y la anticipación de compras que ha tenido lugar como consecuencia del mismo- tendrá un efecto contractivo relevante sobre el consumo durante los próximos meses, como se puede observar en el Gráfico 20. Además, la riqueza financiera neta no se recuperará hasta comienzos de 2014, mientras que la inmobiliaria continuará retrocediendo 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, amortiguarán la contracción del consumo privado el año próximo.

La evolución de la inversión en equipo y maquinaria continuará estando principalmente influida por la debilidad de la demanda doméstica y las dificultades de acceso al crédito, a pesar del ajuste a la baja de los costes de financiación respecto a lo previsto hace tres meses. Así, nuestras previsiones apuntan a una contracción de esta partida de la demanda en torno al -7,7% en 2012 y una recuperación a partir de mediados de 2013 (-3,8% para el conjunto del año) de la mano de la consolidación de la tendencia al alza de las exportaciones españolas. En lo que respecta a la inversión en construcción de vivienda, no se incorporan cambios relevantes respecto a lo que adelantábamos hace tres meses de cara a 2012 y 2013. En particular, además de seguir condicionada por los factores anteriores -persistencia del deterioro cíclico, dificultades de financiación- y por la continuidad del proceso de ajuste en el sector, el aumento del IVA junto con la eliminación de la deducción por la compra de vivienda habitual a partir de enero de 2013, previsiblemente estarían provocando un adelantamiento de la demanda en los últimos meses de 2012. A pesar de lo anterior, se espera una contracción de este segmento de la inversión durante todo el horizonte de predicción (en torno al -6,8% en 2012 y al -8,4% en 2013).

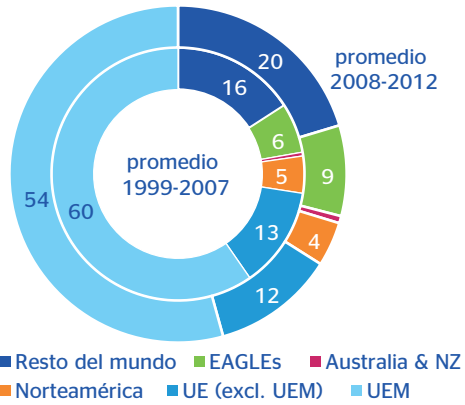
Conviene destacar, sin embargo, que la formalización a finales del año de la Sareb, comúnmente conocida como "banco malo", constituye una importante novedad en lo que respecta a la recuperación de la inversión residencial en el medio plazo. Si bien consideramos que su puesta en marcha no tendrá un impacto directo en la inversión en el corto plazo -dado que la transferencia de los activos en cuestión no supondrá nueva inversión residencial-, sí podría suponer un adelantamiento de la recuperación de esta partida de la demanda en el medio plazo que, en cualquier caso, no se producirá antes de 2014. Todo ello dependerá del plazo en el que la Sareb sea capaz de deshacerse del stock de viviendas terminadas y se proceda a la finalización de las obras en curso. En la medida en que este plazo sea más reducido, antes podremos apreciar la recuperación de la inversión en construcción de vivienda.

Finalmente, ante la perspectiva de un crecimiento débil en la UEM, el comportamiento de las exportaciones en el bienio 2012-2013 continuará condicionado por la habilidad de las empresas exportadoras en diferenciarse y consolidar su cuota en mercados con mayor potencial de crecimiento (véase el Recuadro 4). Así, el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios podría cerrar 2012 en el 3,8%, cifra superior a la esperada hace tres meses y apoyada en la buena dinámica exportadora hacia áreas geográficas emergentes (véase el Gráfico 21). En 2013, con la economía europea alejándose paulatinamente del terreno contractivo y la economía global creciendo a un ritmo del 3,5%, las ventas al exterior volverían a un ritmo de expansión elevado, pudiendo alcanzar el 8,2%, en línea con el promedio observado en el bienio precedente (2010-2011: +9,4%). Como consecuencia del efecto arrastre introducido por un mejor pronóstico exportador, las importaciones moderarían su ritmo de caída, tanto en 2012 como en 2013, si bien la contracción de la demanda interna no augura una vuelta a terreno expansivo hasta más

allá de 2013. Nuevamente, esta coyuntura anticipa un horizonte 2012-2013 caracterizado por la contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento económico y la corrección del déficit por cuenta corriente (véase el Gráfico 22).

Gráfico 21

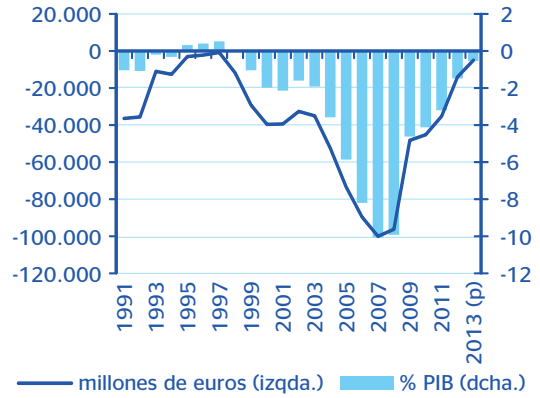
España: composición geográfica de las exportaciones de bienes antes y durante la crisis económica, (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 22

España: balanza por cuenta corriente



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Recuadro 1. El proceso de reestructuración del Sistema Financiero español

En los últimos meses se ha avanzado en el proceso de reestructuración del Sistema Financiero español. Tras la aprobación por parte del Eurogrupo de la línea de crédito de hasta 100 mil millones de euros para reforzar la solvencia del sistema financiero, las autoridades españolas están implementando las medidas incluidas en el Memorando de Entendimiento (MdE) firmado con el Eurogrupo. A finales de agosto, se aprobó el Real Decreto Ley de Reestructuración y Resolución de Entidades de Crédito, en septiembre se publicaron los resultados del ejercicio de resistencia *bottom-up* realizado a cada entidad y en octubre se conocieron más detalles de la sociedad de gestión de activos (Sareb), a la cual serán transferidos los activos más problemáticos de los bancos con necesidades de capital público. El proceso debe continuar con una gestión rápida y, si es necesario, resolución de las entidades intervenidas por el Estado.

El Real Decreto Ley de Reestructuración y Resolución de Entidades de Crédito regula: (1) el marco de intervención temprana, reestructuración y resolución ordenada de entidades de crédito, (2) el establecimiento del nuevo régimen jurídico del Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB) y su marco general de actuación, (3) el marco general de funcionamiento de la sociedad gestora de activos, (4) el refuerzo de la protección a los inversores minoristas, (5) las acciones a implementar sobre las participaciones preferentes y la deuda subordinada para asegurar un adecuado reparto de los costes de la reestructuración.

Estas medidas suponen una herramienta esencial en la gestión de crisis de entidades financieras, adelantándose a la Directiva Europea sobre Resolución Bancaria actualmente en discusión. Además, representan un avance importante en la reforma del sistema, una vez que refuerzan los instrumentos, el papel de las instituciones públicas y los procedimientos en la reestructuración y resolución de entidades. Entre los aspectos más positivos, cabe destacar:

- La clarificación de las competencias del Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) y del FROB. La actuación del FGD se limita a la protección de los depósitos y el FROB refuerza significativamente sus poderes en las fases de reestructuración y, particularmente, de resolución de una entidad.
- El reparto de los costes de recapitalización de las entidades (*bail-in*) se limita a los accionistas y acreedores subordinados y no afecta a acreedores senior, lo que podría provocar el contagio al resto del sistema,

dificultando la entrada de los inversores en futuras colocaciones de deuda en el mercado. Por otra parte, se respeta el orden de prelación entre acreedores y se establece el principio de que ningún acreedor debería soportar más pérdidas de las que le correspondan en caso de liquidación. Todos estos principios reducen la incertidumbre, generan seguridad jurídica y contribuyen a la estabilidad del sistema financiero.

- La variedad de instrumentos puestos a disposición del FROB le otorgan un gran margen de maniobra. Contemplan todas las alternativas que se han utilizado a nivel internacional, como el banco puente, banco malo o sociedad de gestión de activos, inyección de capital, inyección de instrumentos convertibles contingentes (CoCos) y la venta total o parcial de activos.

El segundo hito importante es la publicación de los resultados del ejercicio de resistencia, realizado por la consultora Oliver Wyman, sobre catorce grupos bancarios españoles basándose en el análisis individual de cada entidad. Este es un ejercicio de transparencia inédito en Europa. Los resultados indican unas necesidades de capital de 54 mil millones de euros en el escenario adverso, algo más de la mitad de la línea de crédito acordada entre España y sus socios europeos para la recapitalización de la banca, y en línea tanto con los resultados divulgados por las consultoras tras el análisis agregado del sistema financiero, como con las estimaciones de BBVA Research. Las siete entidades con necesidades de capital representan cerca del 30% de los activos del sistema y estas necesidades se concentran (en un 86%) en las cuatro entidades controladas por el FROB.

Las necesidades de capital identificadas resultan de un análisis detallado del crédito al sector privado residente, de activos adjudicados y de la capacidad de las entidades de absorber pérdidas en un escenario adverso. El Gobierno estima que las inyecciones de capital público en las entidades se reducirán hasta alrededor de 40 mil millones de euros por: (i) la transmisión de activos a la Sareb; (ii) la asunción de pérdidas por los tenedores de instrumentos híbridos y subordinados; (iii) la captación de capital en el mercado que las entidades consigan realizar y (iv) la enajenación de activos.

El conocimiento de las necesidades individuales de capital de cada una de las entidades y la comprobación de la heterogeneidad del sistema es un hito importante para proceder al saneamiento de las entidades con problemas y restaurar la confianza en el sistema financiero español, condición indispensable para que los bancos españoles se

puedan financiar en los mercados mayoristas y reduzcan su dependencia del Banco Central Europeo.

El tercer hito ha sido la presentación de la estructura de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb), cuya aprobación en Consejo de Ministros está prevista a lo largo del mes de noviembre. Esta sociedad, que tendrá una participación minoritaria del FROB, será la encargada de gestionar, por un periodo máximo de 15 años, los activos vinculados al sector inmobiliario que le transfieran las entidades nacionalizadas y el resto de entidades que requieran una inyección de capital público. El valor de los activos que gestionará ha sido estimado en 60 mil millones de euros, de los cuales 45 mil millones provendrán de las cuatro entidades nacionalizadas.

Los precios de transferencia de los activos serán similares a los que se infieren de las pérdidas esperadas del escenario adverso del ejercicio de Oliver Wyman. Esto es positivo para que la Sareb sea rentable y, por tanto, atraiga a inversores privados. Se ha anunciado que la participación del FROB será minoritaria, por lo que la Sareb no computará como deuda pública. Estos precios de transferencia son inferiores a los que supondría una aplicación de las pérdidas esperadas por Oliver Wyman en el escenario base, lo que se justifica por tratarse de una adquisición en bloque, por la cobertura de los riesgos de la Sareb, por los gastos que afrontará y por las perspectivas de desinversión de los activos. Por tanto, el precio de transferencia no debe constituir una referencia para la valoración de activos bancarios no transferidos.

La creación de la Sareb permite que las entidades con problemas segreguen los activos de peor calidad, despejando las dudas sobre la transparencia y valoración de estos activos y reduciendo la incertidumbre sobre la viabilidad de estas entidades. Aunque las entidades tengan que reconocer pérdidas por la transferencia de esos activos, posteriormente serán recapitalizadas con inyecciones públicas.

Los próximos pasos en la reestructuración del sistema incluyen la presentación al Banco de España de los planes de reestructuración o resolución por parte de las entidades con déficit de capital. Es importante que este proceso no se dilate en el tiempo. Estos planes serán aprobados por el Banco de España y por la Comisión Europea y se clasificará a las entidades en los grupos definidos en el MdE (Grupos 2 y 3). Está previsto que las cuatro entidades controladas por el FROB (Grupo 1) empiecen a transferir los activos vinculados al sector inmobiliario y sean recapitalizadas antes de final de año.

En definitiva, el sistema financiero español está inmerso en un proceso de reestructuración que registró avances muy significativos en el último trimestre y España está cumpliendo la hoja de ruta acordada con Europa. Estas medidas deben permitir al mercado diferenciar entre entidades sanas y el resto, recuperar la confianza de los inversores, reducir gradualmente la dependencia del Banco Central Europeo y sentar las bases de un sistema financiero más capitalizado, eficiente, saneado y más ajustado a las necesidades de la economía.

Recuadro 2. Ganar en productividad: el gran reto pendiente

Una de las variables más importantes en la determinación del bienestar a largo plazo de una economía es la productividad, esto es, la cantidad de bienes y servicios que se produce por cada unidad de factor de producción (fundamentalmente, capital físico y trabajo)¹⁵. A diferencia de la evolución de la población en edad de trabajar por habitante o de la tasa de empleo, la productividad de una economía puede crecer de forma indefinida en el tiempo, asegurando incrementos en la renta per cápita de las generaciones sucesivas. Además de los efectos positivos sobre el bienestar económico a largo plazo, el crecimiento de la productividad facilita la sostenibilidad de las cuentas públicas, el desapalancamiento privado y la internacionalización del tejido productivo. La literatura económica identifica un conjunto de determinantes de la evolución de la productividad, entre ellos, la inversión en I+D+i, la calidad del capital humano o el funcionamiento de la economía dentro de un marco institucional adecuado, garante de la libre competencia en los mercados de bienes y servicios.

Desde mediados de los años noventa hasta el arranque de la crisis económica actual, la productividad de la economía española -medida por el valor añadido bruto por hora trabajada- apenas creció un 0,6% en promedio interanual (Gráfico 23), incrementando la brecha de productividad relativa de España con respecto a las principales economías avanzadas.

A pesar de que durante la crisis económica se ha acelerado el crecimiento de la productividad de forma coyuntural -sobre todo debido a la continua destrucción de empleo en lugar de a la mejora sustancial en sus determinantes- la decepcionante evolución de la productividad a largo plazo hace que los avances en renta per cápita conseguidos en los dos últimos decenios sean más vulnerables a las caídas en la tasa de empleo y a los movimientos demográficos adversos.

Por lo tanto, el reto es elevar la tasa de crecimiento de la productividad de forma sostenida, incidiendo en sus determinantes. En este contexto, la actuación integral propuesta en el Programa Nacional de Reformas (apartado 5)¹⁶ supondría un paso hacia delante si, entre otros aspectos, contribuyese a la eliminación efectiva de las barreras administrativas a la libre competencia en los mercados de bienes y servicios, promoviese la unidad de mercado y monitorizara la implementación eficiente de la directiva europea de servicios. Los Gráficos 24 y 25 muestran la correlación negativa entre el crecimiento de la productividad y el grado de regulación promedio en el sector de venta minorista y en el sector de servicios empresariales. Economías con un menor grado de regulación en un sector tienden a registrar un crecimiento de la productividad promedio mayor en ese sector, además de los efectos externos positivos que se generan sobre la productividad del resto de la economía. Así, en economías cada vez más terciarizadas, un mercado de servicios competitivo es condición necesaria para conseguir ganancias de productividad. España cuenta con gran potencial de crecimiento en este ámbito, especialmente en el desarrollo de los servicios a empresas (jurídicos, ingeniería, arquitectura, contabilidad, dirección empresarial, recursos humanos, publicidad, etc.) cuya importancia en el VAB per cápita todavía se sitúa por debajo de la media de los países avanzados¹⁷ y en los que está consiguiendo importantes avances en los mercados mundiales (Gráfico 26). La flexibilización y simplificación regulatoria, la eliminación de las barreras a la creación de nuevas empresas y a la exportación, el acceso a un flujo de información veraz sobre el proveedor del servicio o la promoción institucional de los beneficios de externalizar sentarían las bases para mejorar la productividad a nivel empresarial y agregado, en el corto y medio plazo.

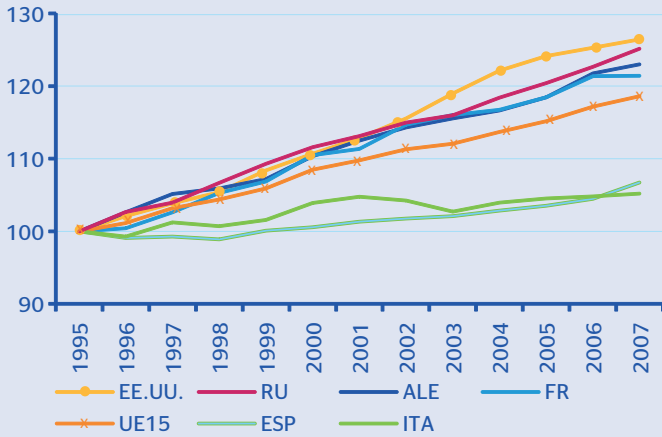
15: La productividad suele hacer referencia al producto marginal del factor trabajo o al producto marginal obtenido al combinar los factores capital y trabajo - en este último caso la denominación estándar es productividad total de los factores (PTF) o eficiencia productiva.

16: Disponible en la web: www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2012.

17: Véase Beltrán et al. (2010) "Una agenda de crecimiento para España", McKinsey & Company - Fedea.

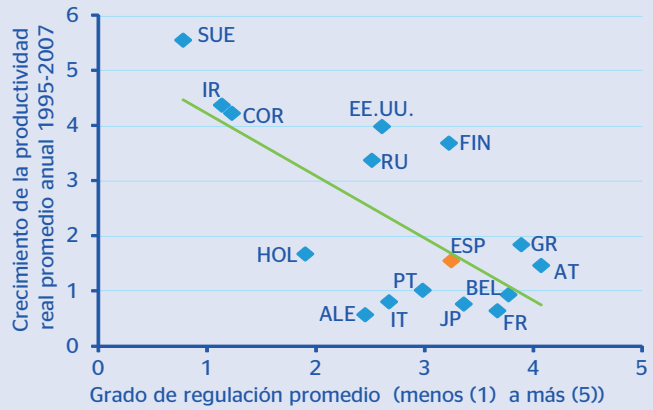
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 23
Productividad: valor añadido bruto por hora trabajada, índices en volumen, 1995 = 100



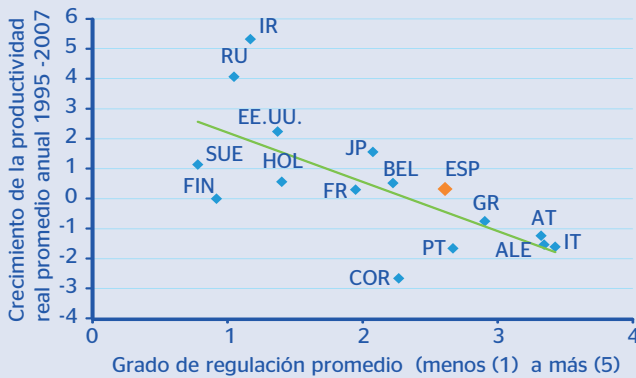
Fuente: BBVA Research a partir de EUKLEMS

Gráfico 24
Regulación y crecimiento de la productividad en el sector de venta minorista, promedio 1995-2007



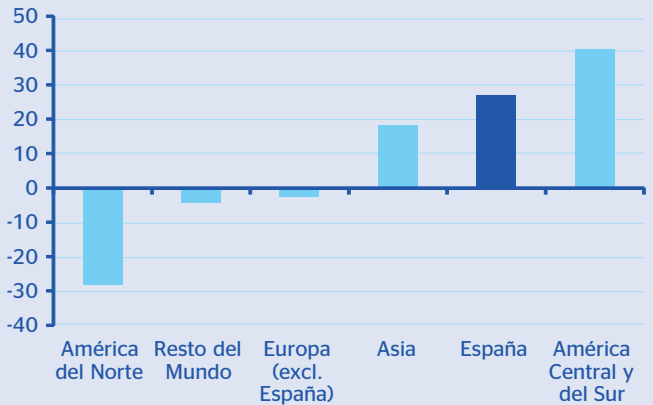
Fuente: BBVA Research a partir de EUKLEMS y OCDE

Gráfico 25
Regulación y crecimiento de la productividad en el sector de servicios empresariales, promedio 1995-2007



Fuente: BBVA Research a partir de EUKLEMS y OCDE

Gráfico 26
Tasa de variación de la cuota exportadora por áreas geográficas: otros servicios empresariales, 2000-2011 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de OMC

Recuadro 3. Crisis inmobiliarias y precio de la vivienda: una perspectiva internacional

España encadena veinte trimestres consecutivos de descensos en el precio de la vivienda, acumulando una caída del 32,2% en términos reales. Aunque ésta no es la primera crisis inmobiliaria a la que se enfrenta la economía española, es probable que termine siendo la más intensa, al menos, en términos de corrección de precios¹⁸.

En el presente recuadro se compara el actual periodo de contracción residencial en España con otras crisis inmobiliarias que se han producido en economías desarrolladas a lo largo de la historia reciente. Para el análisis se ha seleccionado un conjunto de países que han sufrido un ajuste significativo en el mercado de la construcción residencial que se ha visto acompañado de un descenso del PIB¹⁹.

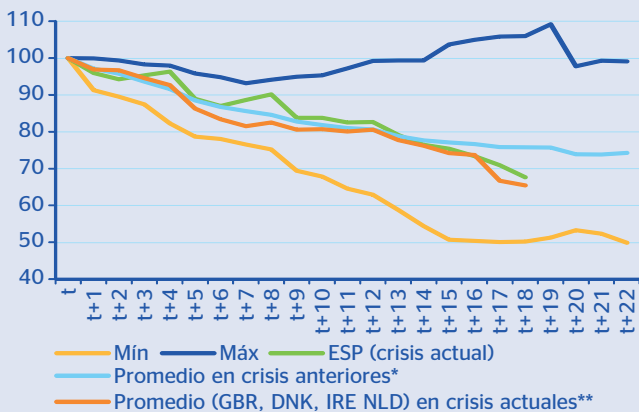
En el Gráfico 27 se observa cómo la corrección actual del precio de la vivienda en España venía siendo similar al promedio de crisis inmobiliarias anteriores y es sólo durante el último año cuando comienza a desviarse, cayendo con mayor intensidad. Asimismo, este alejamiento del

promedio no es un fenómeno exclusivo de la economía española, sino que también es compartido por aquellos países europeos que actualmente están sumidos en una crisis inmobiliaria. Específicamente, en Reino Unido, Dinamarca, Irlanda y Holanda se aprecia cómo el recorrido del precio de la vivienda es relativamente similar al observado en España y muestra también un marcado deterioro durante los últimos trimestres.

En lo que respecta a la evolución de la economía, se detectan comportamientos muy diferenciados. Tal y como refleja el Gráfico 28 en el caso de España, la contracción inicial del PIB en la crisis inmobiliaria actual fue significativamente más intensa, y la recuperación posterior más lenta que el promedio en otras crisis inmobiliarias. Sin embargo, al comparar con el conjunto de países que continúan inmersos en el ajuste inmobiliario, mencionado anteriormente, se observa cómo la economía española ha mantenido un ritmo de contracción similar y apenas se diferencia en el margen.

Gráfico 27

Evolución del precio de la vivienda en términos reales desde el máximo en diferentes crisis inmobiliarias

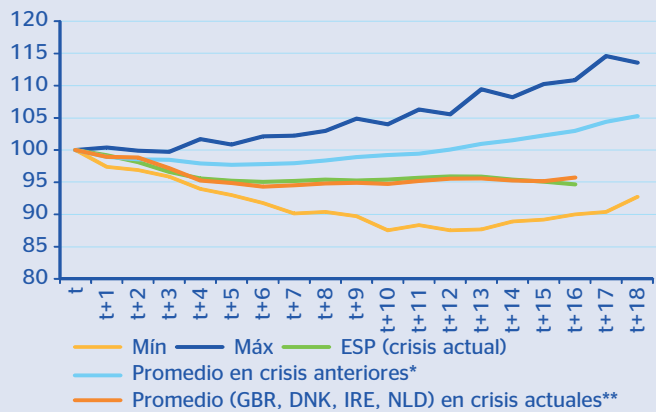


Nota: t es el periodo en el que el precio alcanza el máximo
*Hace referencia a las crisis inmobiliarias ya concluidas de la muestra
**Hace referencia a las crisis inmobiliarias vigentes de la muestra
Fuente: BBVA Research a partir de Haver

En conclusión, la presente contracción del precio de la vivienda en España, que venía siendo similar al promedio de crisis anteriores, se ha acentuado en los últimos trimestres, precisamente cuando se ha intensificado la crisis de la deuda en Europa. Además, se constata que éste no es un comportamiento exclusivo de la economía

Gráfico 28

Evolución del PIB en términos reales durante periodos de crisis inmobiliarias



Nota: t es el periodo en el que el precio alcanza el máximo
*Hace referencia a las crisis inmobiliarias ya concluidas de la muestra
**Hace referencia a las crisis inmobiliarias vigentes de la muestra
Fuente: BBVA Research a partir de Haver

española, sino que afecta también a otras economías, en su mayoría europeas. Así, este primer análisis reflejaría que se está ante un escenario diferente al de crisis anteriores, en el que la intensidad del ajuste de los precios está siendo mayor y la recuperación económica, más lenta.

18: Las últimas crisis inmobiliarias en España comenzaron en la segunda mitad de 1978 y a finales de 1991. En la primera, el precio de la vivienda en términos reales descendió en torno a un 35% y en la segunda algo más de un 21%.

19: Definimos crisis inmobiliaria como un descenso del precio de la vivienda superior al 10% en términos reales acompañado por un deterioro del PIB durante al menos una parte del período de ajuste de precios. Con esto, la muestra estaría compuesta por las crisis de los siguientes países (entre paréntesis figura el periodo en que comienza a caer el precio de la vivienda): GBR(3T73), JAP(4T73), FIN(2T74), ESP(2T78), HOL(2T79), EE.UU(1T79), GBR(1T80), CAN(1T81), NOR(4T86), FIN(1T89), GBR(3T89), CAN(1T90), FRA(2T91), ESP(4T91), ITA(3T82), NOR(2T07) y FRA(4T07).

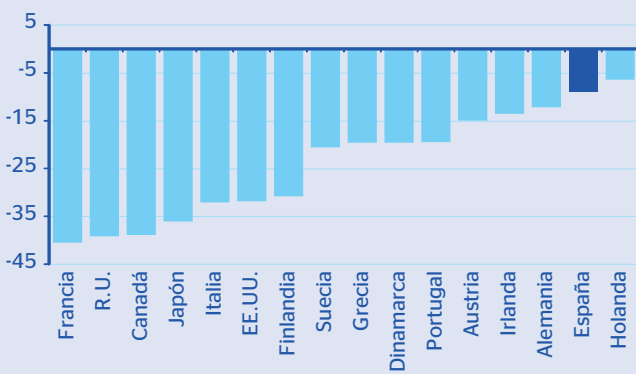
Recuadro 4. Cuotas de exportación, tipo de cambio efectivo real y el puzle español

Un aspecto poco conocido de la evolución económica de España desde su incorporación a la UEM es el buen desempeño de las exportaciones de bienes y servicios en los mercados mundiales, a pesar de la creciente penetración de China, India y otros muchas economías emergentes en el comercio global. En concreto, la cuota exportadora de España entre 1999 y 2011 apenas cayó un 8,9%, a diferencia de las principales economías industrializadas que

han visto cómo sus cuotas de exportación en el comercio internacional disminuían entre un 20 y un 40 por ciento (Gráfico 29). Esta característica claramente positiva, en contraste con el aumento del coste laboral unitario (CLU) frente al resto de las economías industrializadas (Gráfico 30) y la consiguiente pérdida de competitividad, da lugar a una especie de paradoja o "puzle español" (Antràs et al., 2010).

Gráfico 29

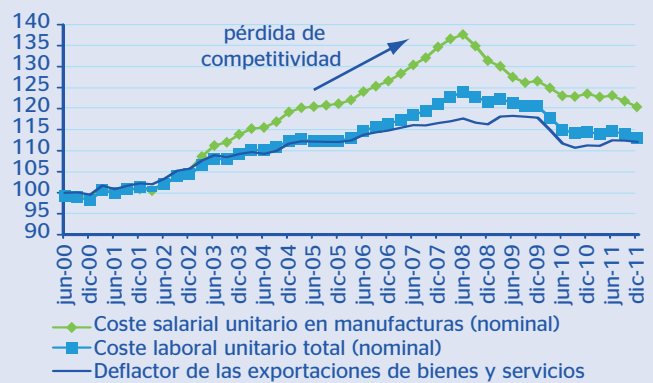
Cuota en las exportaciones mundiales de bienes y servicios, tasa de variación 1999-2011 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de OMC

Gráfico 30

España: tipo de cambio efectivo real en relación a 36 países industrializados, deflatores alternativos, 1T00=100



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Este recuadro trata de reconciliar la evidencia contradictoria que da lugar al puzle español, señalando los posibles factores subyacentes al buen comportamiento relativo de la cuota exportadora de la economía española a pesar de la evolución adversa de los precios relativos. Así, el Gráfico 31 sintetiza dos resultados interesantes y poco conocidos para las principales economías europeas, EE.UU., Canadá y Japón entre 1999 y 2011.

El primero es que la relación entre las ganancias o pérdidas de competitividad que se deriva de los indicadores habitualmente utilizados (CLUs, diferencial de inflación, etc.) y la evolución de las cuotas de exportación dista mucho de ser clara. Como muestra el gráfico, incluso cuando se utiliza como indicador de competitividad los precios de exportación, frente a otros indicadores menos representativos de la competitividad de las exportaciones como los CLUs o la inflación, la correlación entre ambas variables es positiva (0,22) aunque no estadísticamente significativa.

A nivel analítico, la variación de las cuotas de exportación ($ex_t - ex_t^w$) se puede descomponer entre la variación de los precios relativos de exportación ($p_t^x - p_t^w$) y la variación de un residuo (s_t^x) que recoge el resto de variables que afectan a la cuota de exportación:

$$(1) \Delta(ex_t - ex_t^w) = \Delta s_t^x - \sigma \Delta(p_t^x - p_t^w)$$

en donde σ es la elasticidad precio de las exportaciones que, en línea con la literatura existente, se asume igual a -1,25 (pendiente de la línea discontinua en el Gráfico 31)²⁰. Como se observa en este gráfico, las variaciones en s_t^x son tan importantes como las variaciones en los precios relativos. En concreto, países como Alemania, Francia, Reino Unido o EE.UU., con variaciones similares en los precios relativos, muestran disminuciones en las cuotas que van del 12% de Alemania al 40% de Francia. A modo de resumen, el Cuadro 2 presenta los resultados de la descomposición de las cuotas de exportación entre los dos componentes de la ecuación (1) para los países que componen la muestra del gráfico entre 1999 y 2011.

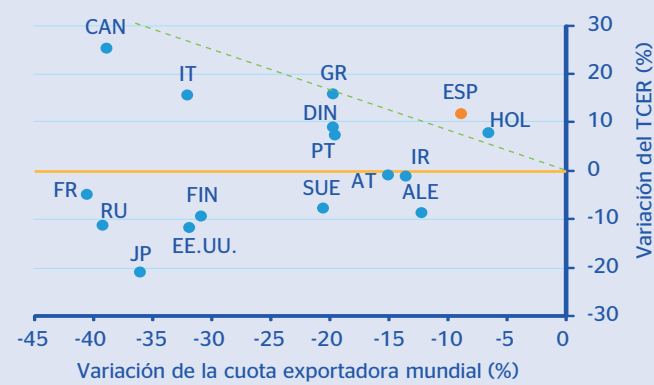
20: En los modelos de economía abierta las exportaciones (EX) suelen aproximarse mediante la siguiente expresión:

$$EX_t = S_t^x (P_t^x / P_t^w)^\sigma EX_t^w$$

en donde P^x es el precio de exportaciones de la economía nacional, P^w el de los competidores mundiales, σ la elasticidad precio de las exportaciones, EX^w la demanda mundial de exportaciones y S^x un residuo que refleja los cambios en la cuota mundial de exportaciones (EX/EX^w) no explicados por los cambios en los precios relativos. Tomando logaritmos (variables en minúsculas) y calculando diferencias temporales se obtiene la ecuación (1). Ratto, Werner y Veld (2009) estiman una elasticidad precio de las exportaciones igual a 1,25 para la UEM, muy similar a la estimada por Boscá et al. (2011) para España (1,30), y ligeramente por debajo del rango estimado por Adolfson et al. (2008).

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 31
Variación acumulada en la cuota mundial de exportaciones y en los precios relativos de exportaciones, bienes y servicios, 1999-2011



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea y OMC

Cuadro 2
Descomposición acumulada de la cuota mundial de exportaciones de bienes y servicios entre el componente de precios relativos y el residuo, 1999-2011

	Cuota	Precio	Residuo
Holanda	-6,4	-9,8	3,4
España	-8,9	-14,9	6,0
Alemania	-12,2	10,9	-23,1
Irlanda	-13,6	1,6	-15,2
Austria	-15,0	1,2	-16,2
Portugal	-19,5	-9,1	-10,4
Dinamarca	-19,6	-11,3	-8,3
Grecia	-19,6	-19,6	0,0
Suecia	-20,6	9,8	-30,4
Finlandia	-30,8	11,8	-42,6
EE.UU.	-31,9	14,9	-46,7
Italia	-32,1	-19,4	-12,7
Japón	-36,1	26,1	-62,2
Canadá	-38,9	-31,5	-7,4
Reino Unido	-39,2	14,1	-53,3
Francia	-40,5	6,3	-46,8

Fuente: BBVA Research

El segundo resultado que puede extraerse del Gráfico 31 es que la cuota de exportaciones de España no sólo se redujo menos que en la mayoría de economías avanzadas sino que, una vez eliminado el efecto de los precios relativos de exportaciones, su cuota aumentó. La línea discontinua con pendiente negativa (-1,25) refleja precisamente las combinaciones de variaciones en precios relativos y en cuotas tal que $\Delta s_t = 0$, esto es, la variación del residuo es nula. Desplazamientos en paralelo de esta recta hacia la derecha (izquierda) reflejan ganancias (pérdidas) en cuotas mundiales manteniendo constantes los precios relativos. España es precisamente el país con mayor aumento del residuo s_t , de 6pp entre 1999 y 2011. De hecho, si los precios relativos de exportaciones se hubieran comportado de forma más favorable, como lo hicieron en Alemania, España hubiera aumentando su cuota mundial de exportaciones en 20pp, lo que habría significado aproximadamente 6pp adicionales de PIB.

En la medida que de 1999 a 2011 el aumento de los CLUs relativos fue mayor que el aumento de los precios de exportación relativos, tal y como muestra el Gráfico 30, su capacidad explicativa de las cuotas de exportación es menor²¹. Además, los CLUs agregados no son un buen indicador de la competitividad de las empresas exportadoras. En concreto, los CLUs de las empresas exportadoras de mayor tamaño evolucionaron de forma más favorable que los CLUs del resto de las empresas y sus exportaciones crecieron a un ritmo sustancialmente mayor que el ritmo de crecimiento de las exportaciones de las empresas pequeñas y medianas (Antràs et al., 2010). Por lo tanto, se tiene que recurrir al análisis de los datos a nivel empresa para identificar el conjunto de los factores determinantes de la competitividad no relacionados con el precio que, en última instancia, explican las variaciones en s_t^x . Entre estos factores la literatura ya ha identificado, entre otros, la calidad del producto y de los servicios de distribución y venta, la estrategia de internacionalización, y la relevancia de reasignar eficientemente los recursos entre sectores y empresas (Rodríguez-Crespo et al., 2012; Correa-López y Doménech, 2012).

21: Altomonte et al. (2012) llaman la atención sobre la información realmente contenida en los indicadores agregados de competitividad -tal y como es el tipo de cambio efectivo real- dados los sesgos de dispersión y agregación presentes en su construcción.

Referencias

Adolfson, M., Laséen, S., Lindé, J. y Villani, M. (2008), "Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-through", *Journal of International Economics* 72, 481-511.

Altomonte, C., Aquilante, T. y Ottaviano, G.I.P. (2012), "The Trigger of Competitiveness - The EFIGE Cross Country Report", Bruegel Blueprint Series, Vol. XVII.

Antràs, P., Segura-Cayuela, R. y Rodríguez-Rodríguez, D. (2010), "Firms in International Trade (with an Application to Spain)", SERIEs Invited Lecture at the XXXV Simposio de la Asociación Española de Economía.

Boscá, J.E., R. Doménech, J. Ferri y J. Varela (2011), *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*. Palgrave MacMillan.

Correa-López, M. y Doménech R. (2012), "La Internacionalización de las Empresas Españolas", BBVA Working Paper, próxima aparición.

Ratto, M., Werner, R. y Veld, J. (2009), "QUEST III: An Estimated Open-Economy DSGE Model of the Euro Area with Fiscal and Monetary Policy", *Economic Modelling* 26, 222-233.

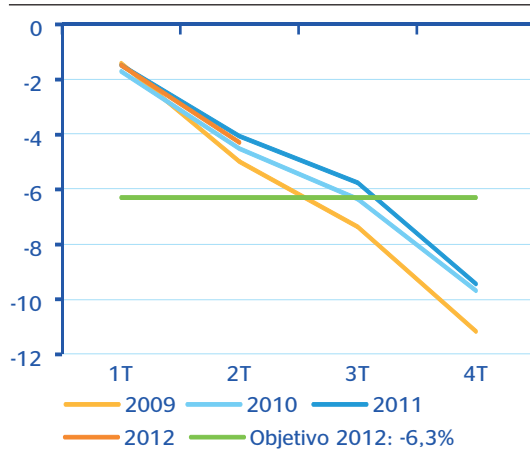
Rodríguez Crespo, A., Pérez-Quirós, G. y Segura Cayuela, R. (2012), "Competitiveness Indicators: The Importance of an Efficient Allocation of Resources", Boletín Económico (Enero), Banco de España.

4. Un ajuste fiscal significativo, pero probablemente insuficiente para cumplir con los objetivos

El déficit acumulado del conjunto de administraciones públicas se situó al finalizar el 2T12 en el 3,8% del PIB, una vez excluidas las ayudas a las instituciones financieras -0,5pp del PIB- (véase el Gráfico 32). Pese a que, a lo largo del primer semestre de 2012, se continuó con la política de control del gasto y de ajuste fiscal, éste no ha sido suficiente para compensar el efecto negativo que está teniendo el deterioro cíclico sobre las cuentas públicas -particularmente en los ingresos tributarios- y el incremento del gasto por intereses derivado de la presión de los mercados financieros sobre la deuda soberana. Como se observa en el Gráfico 33, tanto la Administración central como las comunidades autónomas acumularon un déficit al 2T12 del 4,0% y el 0,8% del PIB, respectivamente, mientras que las corporaciones locales y la Seguridad Social registraron un ligero superávit, favorecidas por los adelantos de transferencias realizados por la Administración central. Estas cifras arrojan un resultado un tanto modesto de cara al cumplimiento de los objetivos de final de año, sobre todo por el lado de la Administración central, que se situaba a tan sólo 0,5pp de su objetivo, por lo que es de esperar que el ajuste fiscal se intensifique a lo largo de la segunda mitad del año.

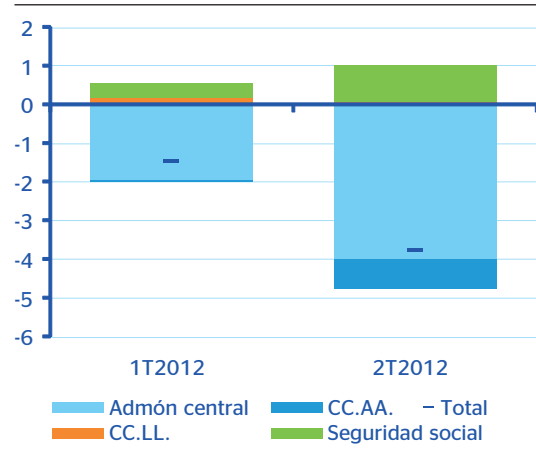
De cara al tercer trimestre, los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado arrojan un déficit acumulado a septiembre de 2012 del 4,4% del PIB, mejorando en 0,4pp el déficit del mes anterior. Este resultado continúa condicionado por la evolución adversa de los ingresos tributarios, así como por el incremento del gasto por intereses y por el adelanto de las transferencias a otras administraciones públicas, fundamentalmente, comunidades autónomas y Seguridad Social. Por su parte, la ejecución de los presupuestos de las comunidades autónomas hasta agosto registra igualmente una moderación del déficit presupuestario que se mantiene en torno al 0,5% acumulado al 2T12. En este contexto, se observa, en ambos casos, que el ajuste sigue concentrándose en el recorte de la inversión y, en menor medida, de los consumos intermedios, y que todavía las medidas discrecionales puestas en marcha de incremento de la carga impositiva no muestran efectos significativos, por lo que el cumplimiento del objetivo presupuestario dependerá, dado el deterioro económico, del efecto de las medidas pendientes de ejecutar y del compromiso firme con el ajuste del gasto.

Gráfico 32
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación (*) (Acumulado al año. % PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 33
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación por subsectores(*) (Acumulado al año. % PIB)

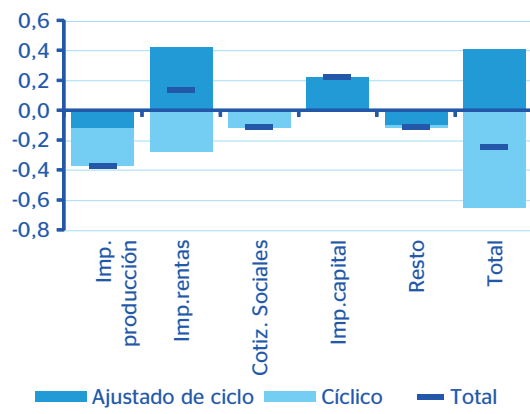


(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Analizando el comportamiento de los ingresos y gastos hasta el 2T12, los Gráficos 34 y 35 descomponen la reducción observada en dos factores, uno cíclico y otro estructural²². Específicamente, en el Gráfico 34 puede observarse cómo, a pesar de la caída de los recursos públicos como consecuencia del deterioro de la economía (componente cíclico), las medidas discrecionales puestas en marcha desde principios del año (subidas impositivas), han evitado una caída mayor de los ingresos. Dichas medidas han elevado los ingresos estructurales de la administración pública en torno a 0,4pp del PIB, de la mano de los recursos provenientes de los impuestos sobre la renta –donde la subida impositiva del IRPF y los cambios normativos en el impuesto sobre sociedades han supuesto un incremento estructural del 0,4pp del PIB- y de los impuestos sobre el capital –cuyos recursos estructurales crecieron 0,2pp del PIB-. No obstante, el deterioro cíclico de la economía ha restado, durante los dos primeros trimestres del año, más de 0,7pp del PIB a los ingresos públicos, compensando gran parte del esfuerzo estructural de las subidas impositivas. Como consecuencia, en conjunto, el total de ingresos apenas se ha visto incrementado en 0,2pp del PIB.

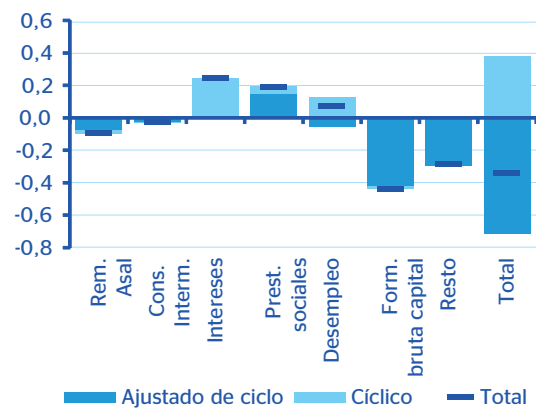
Por su parte, y dada su naturaleza fundamentalmente discrecional, ha habido una menor incidencia de los estabilizadores automáticos sobre el gasto público. Durante los dos primeros trimestres del año se observa un ajuste del componente estructural de casi 0,7pp del PIB, generalizado en prácticamente todas las partidas del gasto (véase el Gráfico 35), aunque resulta especialmente acusado en el gasto de inversión, que acumula un ajuste estructural de 0,4pp del PIB. Sin embargo, este ajuste estructural no ha sido suficiente para compensar el incremento del gasto por intereses –que han crecido 0,2pp del PIB- y de las prestaciones por desempleo -0,1pp del PIB más-. Adicionalmente, la actualización de las pensiones aprobada por el Gobierno para el ejercicio 2012 ha elevado el pago del resto de prestaciones sociales 0,2pp, con lo que el gasto total acumulado anual del conjunto de administraciones públicas se situaría en torno a 44,5% del PIB, apenas unos 0,3pp menos que el acumulado a diciembre de 2011.

Gráfico 34
AA.PP.: ajuste de los ingresos no financieros en el 1S12 (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 35
AA.PP.: ajuste de los gastos no financieros en el 1S12(*) (pp del PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

22: Para ello se descomponen cada una de las partidas de ingresos y gastos en una parte asociada a las decisiones discrecionales (parte estructural) y una parte asociada a las variaciones cíclicas de la económica (parte cíclica), identificando ambos efectos tanto en cada una de las partidas como en sus respectivas bases. De esta forma, las bases de cada rúbrica ($b_{i,t}$) pueden dividirse en tres componentes inobservables: estructural ($b^e_{i,t}$), cíclico ($b^c_{i,t}$), e irregular ($\epsilon^o_{i,t}$),

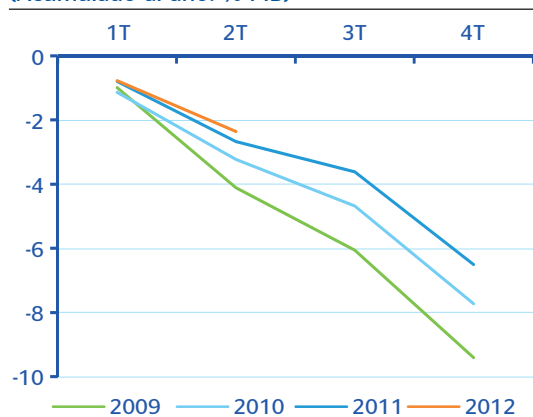
$$b_{i,t} \equiv b^e_{i,t} + b^c_{i,t} + \epsilon^o_{i,t}$$

donde el componente cíclico $b^c_{i,t}$ depende de la posición cíclica de la economía. De forma análoga, para cada periodo t el importe de cada partida de ingreso o de gasto ($r_{i,t}$) se descompone en la suma de tres componentes inobservables: estructural ($r^e_{i,t}$), cíclico ($r^c_{i,t}$) e irregular ($\epsilon^o_{i,t}$), donde los dos primeros componentes dependen, respectivamente, de la parte estructural y de la parte cíclica de su base. La descomposición estructural de las bases y de las rúbricas empleada se obtiene a partir de un modelo de componentes inobservables, cuya evolución es inferida mediante el filtro de Kalman y se ha estimado por máxima verosimilitud. Los detalles y resultados completos de estas estimaciones se recogerán en un documento de trabajo de BBVA Research que estará próximamente disponible en la web: www.bbvaesearch.com.

Este comportamiento de los ingresos y de los gastos ha hecho que, durante el primer semestre del año, el saldo primario del conjunto de las administraciones públicas haya experimentado un ajuste estructural de 1,1pp del PIB. Una vez que se le añade el efecto negativo de los estabilizadores automáticos (0,8pp del PIB en el 1S12), el déficit primario se situó en el -2,4% del PIB en el acumulado anual (véase el Gráfico 36). Si bien este resultado pone de manifiesto el importante esfuerzo de consolidación fiscal que se está realizando desde mediados de 2010 -que ha conseguido reducir el déficit estructural en casi 2pp desde el 2T10-, el mayor deterioro de la actividad económica, junto con la intensificación de la presión sobre la deuda pública española, explican en gran medida la desviación del déficit sobre los objetivos de estabilidad aprobados (véanse los Gráficos 36 y 37).

Gráfico 36

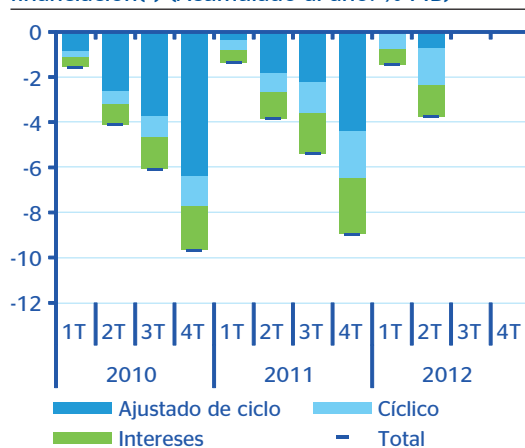
AA.PP: saldo primario (*)
(Acumulado al año. % PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 37

AA.PP.: descomposición de la necesidad de financiación(*)
(Acumulado al año. % PIB)



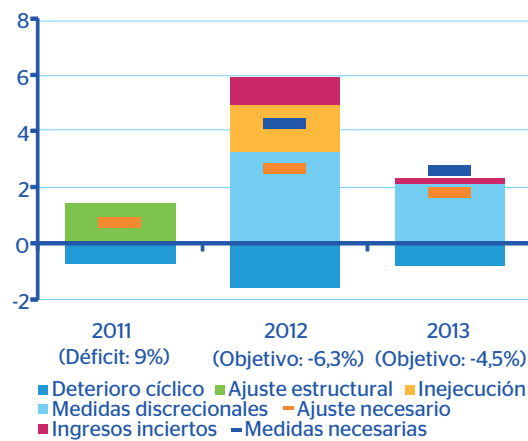
(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

En este sentido, la política de consolidación fiscal puesta en marcha por el Gobierno ha mostrado unos resultados un tanto modestos en el primer semestre del año, quedando todavía pendiente más de 2,5pp de ajuste para cumplir con el objetivo de estabilidad del -6,3% del PIB aprobado para final de año (véase el Cuadro 3). Aunque es previsible que el ajuste se intensifique en esta segunda mitad del año, ya que una gran parte de las medidas anunciadas entran en vigor en el 2S12 (v.g. la subida de los tipos impositivos del IVA, la eliminación de la paga extra de Navidad o algunas medidas contenidas en los planes económico-financieros de las comunidades autónomas), no es probable que sea suficiente como para corregir los efectos negativos de la caída de la actividad sobre los ingresos y gastos. Así, según las estimaciones de BBVA Research el ciclo seguirá drenando recaudación a los ingresos públicos (en torno a 0,7pp del PIB) por lo que se espera que se sitúen en torno al 36% del PIB, apenas 0,4pp por encima de lo alcanzado en 2011. Este débil comportamiento de los ingresos hace que la presión sobre la consolidación descansa en los gastos, a los que el entorno económico y financiero sumará en torno a 0,5pp del PIB. En este contexto, el recorte esperado del gasto será especialmente acusado en la remuneración de asalariados (más por la ya mencionada eliminación de la paga extra de Navidad que por una reestructuración de la función pública), en el gasto de inversión y, en menor medida, en el resto del gasto corriente. Con todo, se espera que el déficit de las administraciones públicas españolas se sitúe, a final de año, en torno al 7,2% del PIB, por encima del objetivo de estabilidad.

La magnitud de la desviación (de casi 1pp del PIB) sobre el objetivo de déficit de 2012 hace que se reduzca la probabilidad de cumplimiento del objetivo de 2013. Como puede verse en el Gráfico 35, el déficit público tendrá que reducirse en 2,7pp del PIB en el próximo año, a lo que habría que añadir el efecto del deterioro económico sobre el déficit que se estima podría situarse por encima de los -0,8pp del PIB-. Por lo tanto, para alcanzar el objetivo de déficit a finales de

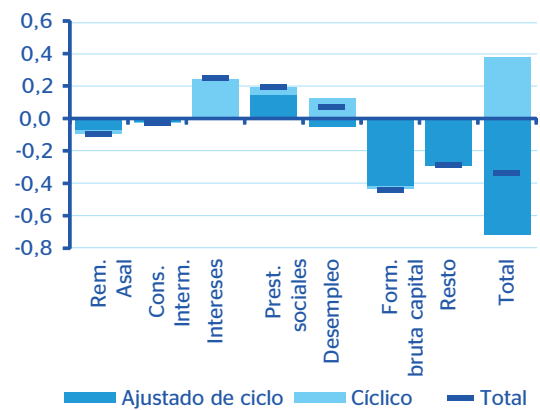
2013, el volumen total de las medidas de ajuste fiscal necesarias debería situarse en torno a los 3,5pp del PIB, de los cuales hay anunciadas ya unos 2,3pp, por lo que en ausencia de medidas adicionales, el déficit de 2013 se quedaría en torno a 1,5pp por encima del objetivo (-4,5% del PIB).

Gráfico 38
AA.PP.: ajuste fiscal necesario (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 39
AA.PP.: capacidad o necesidad de financiación(*) (% PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Cuadro 3
AA.PP.: ajuste de la necesidad de financiación excluida las ayudas al sector financiero

(pp del PIB)	Ajuste		2012		2013		
	2011	1S12	BBVA		Ajuste	BBVA	
			Research	Gobierno			
Remuneración de asalariados	11,6	-0,10	-0,79	10,8	10,7	0,2	11,0
Consumos intermedios	5,9	-0,03	-0,31	5,5	5,0	0,0	5,6
Intereses	2,5	0,25	0,38	3,1	3,2	0,4	3,5
Prestación por desempleo	2,8	0,07	0,15	3,1		0,1	3,2
Prestaciones sociales (1)	12,6	0,19	0,16	13,0	15,9	0,4	13,5
Formación bruta de capital	2,9	-0,44	-0,38	2,1	1,8	-0,4	1,7
Otros empleos	6,4	-0,29	-0,59	5,6	5,9	-1,4	4,2
Empleos no financieros	44,7	-0,34	-1,36	43,2	42,5	-0,6	42,6
Impuestos sobre la producción	9,9	-0,37	0,26	9,8	9,9	0,7	10,5
Impuestos sobre la renta, patrimonio, etc	9,6	0,14	0,21	10,0	10,5	-0,3	9,6
Contribuciones sociales	13,2	-0,12	-0,05	13,1	12,8	0,1	13,1
Impuestos sobre el capital	0,4	0,22	-0,04	0,5	0,3	0,1	0,6
Otros recursos	2,7	-0,11	0,04	2,7	2,7	0,2	2,9
Recursos no financieros	35,7	-0,25	0,41	36,1	36,2	0,6	36,7
Capacidad / Necesidad de financiación	-9,0	-0,09	-1,78	-7,2	-6,3	-1,3	-5,9

(1) Previsión del Gobierno la prestación por desempleo incluida

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Pese a que las medidas anunciadas no están compensando el empeoramiento observado en el déficit como consecuencia del contexto económico, sí son de una magnitud significativa y representan un sacrificio importante, que pone a las finanzas públicas en el camino de la sostenibilidad. Así, de cumplirse las previsiones de BBVA Research y sumando las medidas

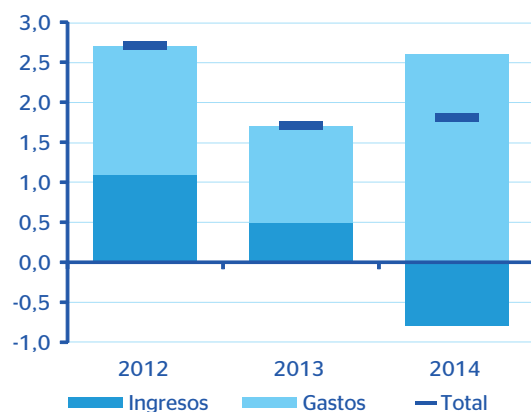
anunciadas en el plan 2012-2015, el saldo estructural público se situaría alrededor del objetivo del 0% del PIB en 2014, adelantándose en seis años el cumplimiento del compromiso contemplado en la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria y en el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza. La magnitud y rapidez del ajuste de las finanzas públicas españolas es inédita en procesos de consolidación fiscal en países desarrollados. Aquí, hay que mencionar que parte de esta aceleración en la reducción del déficit se debe al incumplimiento del objetivo establecido para 2011, que ha supuesto una concentración de medidas en 2012. De hecho, según el Gobierno, más del 50% de las medidas a implementar en el período 2012-2015 para cumplir con los compromisos adquiridos en materia fiscal se habrían producido en el primer año del plan. Aunque esto limitará sensiblemente el crecimiento de la demanda interna, se debe destacar que el Gobierno ha propuesto que un 75% de las medidas anunciadas hasta 2015 afecten al gasto y sólo un 25% a los ingresos (véase el Gráfico 40). En la medida en que existan ineficiencias en la ejecución de las políticas públicas y sean éstas las que se corrijan para reducir los costes, este mayor peso del gasto en la consolidación fiscal minimizaría su impacto sobre el crecimiento. A esto hay que añadir que gran parte de las medidas de ingresos permanentes se han puesto en marcha en 2012, lo que se valora positivamente, ya que reduce la incertidumbre futura del sector privado.

Sin embargo, un aspecto especialmente negativo de algunas de las medidas anunciadas hasta ahora es que una parte importante de ellas es de carácter temporal (v.g. el gravamen adicional del IRPF vigente sólo durante 2012 y 2013, la eliminación de la paga extra de Navidad sólo para 2012, etc.). Adicionalmente, el ajuste parece estar centrándose en el gasto de inversión, que se situaría a finales de 2013 por debajo del 2% del PIB, a niveles semejantes a los de Reino Unido, Alemania, Bélgica o Dinamarca, países con un tamaño del sector público mayor y una renta per cápita más elevada que la de España (véase el Gráfico 41), con lo que no parecen sostenibles niveles tan reducidos de inversión pública en España. Todo ello, además de incrementar el riesgo de nuevas subidas de impuestos, pone en cuestión la calidad de las medidas implementadas, pues todavía existen incertidumbres sobre si realmente se está acometiendo una reestructuración del gasto público que incremente la eficiencia del mismo. Hacia delante quedan importantes reformas que acometer y sería deseable que se hicieran con el menor impacto posible sobre la actividad.

Finalmente, es necesario que el país continúe restableciendo la confianza sobre sus instituciones, particularmente las fiscales, dada la posibilidad de que se vuelva a dar una nueva desviación respecto a los objetivos de déficit. Un paso clave para lo anterior es el anuncio del Gobierno de crear una autoridad fiscal independiente que evalúe la situación cíclica de la economía, así como su impacto sobre las finanzas públicas. A falta de conocer los detalles al respecto, su implementación puede incrementar significativamente la credibilidad de la política fiscal en España sólo en la medida en que: a) sea realmente independiente, b) sea transparente en su metodología, y c) sus integrantes sean profesionales con un amplio reconocimiento profesional.

Gráfico 40

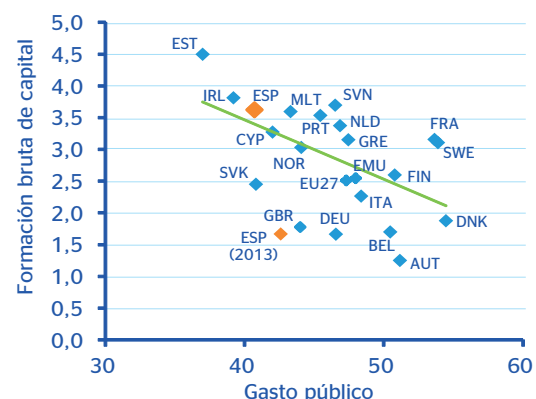
AA.PP: composición ajuste fiscal previsto en el Plan Presupuestario 2013-2014* (pp PIB)



(*) Cantidades positivas reducen el déficit, mientras que cantidades negativas lo incrementan
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 41

Europa: inversión y gasto público (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

5. Cuadros

Cuadro 4

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés a 10 años (Promedio)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	1,8	2,1
UEM	3,3	2,8	2,6	1,6	2,1

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

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	1,59	1,66
China	6,83	6,77	6,46	6,32	6,26

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75
China	5,31	5,81	6,56	5,75	5,75

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012
 Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

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

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB real	-4,3	1,9	1,5	-0,5	0,3
Consumo privado	-0,9	0,9	0,1	-1,0	0,0
Consumo público	2,6	0,7	-0,1	-0,1	-0,5
Formación Bruta de Capital Fijo	-12,7	-0,3	1,6	-3,6	-0,6
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-18,7	6,3	4,2	-5,3	-0,8
Equipo y Maquinaria	-18,8	6,4	4,3	-5,3	-0,8
Construcción	-9,9	-4,4	-0,2	-3,4	-1,4
Vivienda	-12,5	-2,9	0,9	-1,9	0,4
Otros edificios y Otras Construcciones	-7,0	-5,9	-1,4	-5,1	-3,3
V. existencias (contribución al crecimiento)	-0,9	0,6	0,1	-0,5	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	-3,6	1,2	0,5	-1,8	-0,3
Exportaciones	-12,4	11,0	6,4	3,1	3,2
Importaciones	-11,0	9,4	4,2	0,1	2,2
Demanda externa (contribución al crecimiento)	-0,8	0,7	1,0	1,3	0,5

Pro-memoria

PIB sin inversión en vivienda	-3,8	2,2	1,5	-0,4	0,3
PIB sin construcción	-3,6	2,7	1,7	-0,2	0,4
Empleo total (EPA)	-1,8	-0,5	0,5	-0,8	-0,3
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	9,6	10,1	10,2	11,4	11,8
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,1	-0,1	0,0	1,2	1,2
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-6,3	-6,2	-4,1	-3,2	-2,3
IPC (media periodo)	0,3	1,6	2,7	2,5	1,8

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012
 Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 9

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Actividad					
PIB real	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,4
Consumo privado	-3,8	0,7	-1,0	-2,0	-2,9
Consumo público	3,7	1,5	-0,5	-3,6	-6,9
Formación Bruta de Capital	-17,9	-5,5	-5,5	-9,5	-7,4
Equipo y Maquinaria	-24,5	3,0	2,4	-7,7	-3,8
Construcción	-16,6	-9,8	-9,0	-11,8	-10,0
Vivienda	-23,1	-10,1	-6,7	-6,8	-8,4
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-6,6	-0,6	-1,9	-4,0	-4,7
Exportaciones	-10,0	11,3	7,6	3,8	8,2
Importaciones	-17,2	9,2	-0,9	-4,7	-1,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,9	0,3	2,3	2,6	3,3
PIB nominal	-3,7	0,1	1,4	-0,6	0,7
(Miles de millones de euros)	1048,1	1048,9	1063,4	1057,4	1065,0
PIB sin inversión en vivienda	-1,4	0,5	1,0	-1,0	-0,9
PIB sin construcción	-0,5	1,6	2,1	0,3	-0,2
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-6,8	-2,3	-1,9	-4,4	-3,4
Tasa de paro (% población activa)	18,0	20,1	21,6	25,0	26,1
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-6,2	-2,5	-1,7	-4,2	-3,2
Productividad aparente del factor trabajo	2,5	2,2	2,1	2,8	1,8
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,3	1,8	3,2	2,5	2,3
Deflactor del PIB	0,1	0,4	1,0	0,8	2,1
Deflactor del consumo privado	-1,1	2,0	2,9	2,5	2,6
Remuneración por asalariado	4,2	0,3	0,7	1,5	2,1
Coste laboral unitario	1,7	-2,0	-1,4	-1,3	0,4
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,8	-4,5	-3,5	-1,4	-0,5
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	53,9	61,3	69,1	85,2	91,4
Saldo AA.PP. (% PIB)	-11,2	-9,7	-9,0	-7,2	-5,9
Hogares					
Renta disponible nominal	0,6	-2,9	-0,5	-3,1	-1,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	17,8	13,1	11,0	7,6	6,6

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:*Economista Jefe Economías Desarrolladas*

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
+34 91 374 39 61
miguel.cardoso@bbva.com

Anabel Arador
+34 93 401 40 42
ana.arador@grupobbva.com

Joseba Barandiaran
+34 94 487 67 39
joseba.barandia@bbva.com

Xavier Callol
+34 91 374 75 28
xavier.callol@bbva.com

Mónica Correa
+34 91 374 64 01
monica.correa@bbva.com

Juan Ramón García
+34 91 374 33 39
juanramon.gj@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 86
miriam.montanez@bbva.com

Mercedes Nogal
+34 91 807 51 44
mmercedes.nogal@bbva.com

Virginia Pou
+34 91 537 77 23
virginia.pou@bbva.com

Juan Ruiz
+34 646 825 405
juan.ruiz2@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

Con la colaboración de:

Europa
Miguel Jiménez
+34 91 537 37 76
mjimenezg@bbva.com

Sistemas Financieros
Olga Cerqueira
+34 629 366 301
olga-gouveia@bbva.com

Escenarios Económicos
Julián Cubero
+34 91 374 49 98
juan.cubero@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@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito Legal: M-31254-2000