

Situación Consumo

Primer semestre 2013
Análisis Económico

- **El crecimiento global se mantiene robusto**, pero su composición geográfica se ha vuelto más heterogénea.
- **La economía española tocará fondo en 2013**. El crecimiento en 2014 estará apoyado por la mejora del entorno exterior, la reducción de los desequilibrios internos y las reformas estructurales.
- **El efecto duradero del aumento del IVA y la fragilidad de sus determinantes** continuarán lastrando el consumo privado.
- **La evolución de la tasa de ahorro de los hogares durante la crisis se explica por los cambios drásticos** que han sufrido sus fundamentales.
- **El deterioro de la financiación al consumo se modera** en un entorno de demanda débil.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Perspectivas macroeconómicas.....	6
3. Coyuntura de los bienes duraderos.....	12
Recuadro 1. Evolución de la tasa de ahorro de los hogares en España: el papel de los fundamentos.....	22
4. Financiación al consumo.....	28
Recuadro 2. El consumidor ante el mercado de la financiación al consumo.....	31
5. Análisis de la situación económica del comercio al por menor mediante la encuesta BBVA de tendencias de negocio. Primer semestre del 2013.....	33

Fecha de cierre: 7 de junio de 2013

1. Resumen

Las perspectivas de crecimiento de la **economía mundial** apenas han variado desde la publicación del anterior número de Situación Consumo¹, si bien su composición geográfica se ha vuelto más heterogénea. Se prevé que el crecimiento económico global se sitúe en torno al 3,3% en el año 2013, sólo una décima por encima del estimado para el 2012, mientras que en el 2014 se alcanzarán tasas cercanas al 4%. Los indicadores disponibles muestran una creciente dispersión de la actividad, especialmente entre las economías desarrolladas, donde la zona del euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE. UU. y Japón.

En **Europa**, el papel del BCE como garante del euro ha sido efectivo, sobre todo ante eventos como el rescate de Chipre, la ausencia de gobierno en Italia durante varias semanas o la sentencia del tribunal constitucional portugués declarando ilegal la retirada de la paga extraordinaria de los empleados públicos y pensionistas. A pesar del entorno de mayor certidumbre en los mercados de capital, los indicadores de actividad muestran que la debilidad cíclica se ha generalizado más allá de la periferia, lo que justificó la reducción de los tipos de interés oficiales a comienzos de mayo. Aunque esta es una medida positiva, difícilmente atenuará por sí sola la fragmentación financiera que se manifiesta en la distinta disponibilidad y coste del crédito a hogares y empresas entre los países de la UEM. En consecuencia, se revisa a la baja el crecimiento del PIB de la eurozona hasta el -0,1% en el año 2013 y el 1% en el 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado hace tres meses.

La **economía española** se ha beneficiado de la relajación de las tensiones financieras, del regreso gradual de los flujos de capital y de una mayor resistencia al alza de las primas de riesgo que pagan tanto el sector público como el privado. Sin embargo, el peor comportamiento de la economía real de nuestros principales socios comerciales supone un sesgo a la baja sobre el crecimiento, aunque moderado gracias a la creciente diversificación de los mercados de exportación. En el plano doméstico, continúa el proceso de corrección de los desequilibrios acumulados. A medio y largo plazo, el Plan Nacional de Reformas aspira a sentar las bases de una recuperación sostenida siempre y cuando se mitiguen los riesgos de implementación. Así, se espera que la economía registre en el año 2013 una caída similar a la observada en el 2012 (en torno al -1,4%). Por el contrario, el dinamismo de la economía mundial, que consolidará el crecimiento de las exportaciones españolas, la práctica finalización de algunos procesos de ajuste internos y un tono de la política fiscal menos contractivo de lo observado en el bienio 2012-2013 justifican la vuelta al crecimiento en el 2014 (0,9%).

Por su parte, el **gasto en consumo de los hogares** ralentizó su ritmo de deterioro en el primer trimestre del 2013 hasta el -0,4%, como consecuencia del efecto base motivado por las repercusiones que los cambios en el IVA y la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos tuvieron sobre el consumo en el 4T12. Adicionalmente, la menor caída esperada de la renta disponible real de los hogares, la mejora de su riqueza financiera neta y el descenso previsto de su **tasa de ahorro** contribuyeron a moderar la disminución del consumo privado entre enero y marzo. Como se muestra en el Recuadro 1 de la revista, la evolución de la tasa de ahorro de las familias españolas durante la crisis actual está causada por los cambios drásticos que han sufrido sus fundamentales. En particular, el envejecimiento de la población y, sobre todo, el retroceso de la renta disponible explican la caída reciente de la propensión a ahorrar de los hogares, que sería todavía mayor si el aumento del desempleo por encima de su nivel estructural no estuviese induciendo a las familias a ahorrar, por motivos precautorios, más de lo justificado por sus determinantes. Con todo, el escenario es menos preocupante si se analiza el sector privado en su conjunto. Las sociedades no financieras han incrementado su ahorro en más de 9 puntos del PIB durante el último ciclo, compensando la reducción del ahorro de sus propietarios últimos, los hogares.

1: Véase BBVA Research (2012): *Situación Consumo. Segundo semestre 2012*. BBVA. Madrid. Disponible en: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1212_Situacionconsumo_tcm346-363646.pdf?ts=662013

La evolución de las **matriculaciones de turismos** durante el primer semestre del 2013 han estado marcadas por la renovación de flotas por parte de las compañías alquiladoras ante la celebración en marzo de la Semana Santa y, sobre todo, la prórroga del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE). Desde la entrada en vigor del PIVE en octubre del pasado año, el número de turismos matriculados creció el 39,9% cvec² hasta mayo (el 16,5% cvec en el 2013), lo que compensó una parte del efecto permanente provocado por el aumento del IVA en septiembre del pasado año. Las estimaciones de BBVA Research indican que el incremento del IVA habría reducido las matriculaciones de turismos en 155.000 unidades hasta mayo del 2013 si el PIVE no se hubiese aprobado. Sin embargo, el programa de achatarramiento bonificado ha permitido acotar esta caída hasta los 54.000 turismos. Pero el éxito del PIVE no asegura un ascenso de las matriculaciones en el 2013. Si la demanda se comporta en línea con lo previsto durante el resto del año, las ventas de turismos podrían situarse, al igual que en el 2012, en torno a las 700.000 unidades.

Al igual que el de turismos, el mercado de **vehículos de dos ruedas** durante el inicio del año en curso se ha visto afectado por el efecto base originado por el cambio del IVA. Tras retroceder en el 4T12, las matriculaciones de motocicletas se estancaron entre enero y marzo y se espera que crezcan en el 2T13. Con todo, si el segundo semestre evoluciona según lo esperado, las ventas podrían no superar las 95.000 unidades en el conjunto del año, frente a las 102.600 del 2012.

Por su parte, la facturación del **sector del mueble** se mantuvo estable en el primer trimestre del 2013 tras la disminución experimentada durante el 4T12, en línea con la del conjunto de productores de bienes duraderos. Dos factores han contribuido a explicar la evolución de la cifra de negocios del sector en el 1T13. El primero es, de nuevo, el incremento del IVA, que indujo un efecto base en las ventas de mobiliario. El segundo es el comportamiento positivo de la demanda externa, que ha contribuido a atenuar el desplome de la demanda doméstica precipitada por el deterioro de la demanda de vivienda. Al respecto, las previsiones de BBVA Research indican que el retroceso de la inversión residencial en España comenzará a ralentizarse a finales del año en curso, por lo que no se debe esperar una recuperación sostenida de la demanda de muebles a corto plazo.

Como en el sector del mueble, la prolongación del ajuste inmobiliario ha continuado repercutiendo diferencialmente sobre el consumo de **electrodomésticos**. Según los datos de la Asociación Nacional de Fabricantes de Electrodomésticos de Línea Blanca (ANFEL), la facturación disminuyó el 8,5% en los cuatro primeros meses del 2013 en relación con el mismo periodo del año anterior, tras haberse reducido el 13,9% en el 2012. Del mismo modo que en los restantes duraderos, el cambio en el IVA modificó el patrón intertemporal de consumo de todas las familias de electrodomésticos y de **artículos de línea marrón**, condicionando la evolución de la demanda en adelante. En un sector caracterizado por la deflación persistente derivada del progreso tecnológico, la atonía del consumo ha contribuido a reducir los precios de los productos de electrónica de consumo y de equipamiento TIC, lo que permitirá continuar incrementando su penetración en los hogares españoles. Al respecto, las ventas al por menor de electrónica de consumo ralentizaron su caída en el 1T13, mientras que las de equipamiento TIC crecieron tras haber descendido en el trimestre precedente.

El crédito juega un papel relevante como determinante del consumo de bienes duraderos. Al respecto, la persistencia de un desempleo elevado, la contracción de la renta disponible, el redimensionamiento del sector inmobiliario, el ajuste fiscal y la continuidad del desapalancamiento de los hogares han condicionado la evolución reciente de la **financiación al consumo**. En el primer trimestre del 2013, el crédito concedido a los hogares para consumo y otras finalidades –excepto vivienda– continuó descendiendo, pero a un ritmo menor que el registrado durante el 4T12, lo que sitúa el saldo vivo de crédito al consumo en niveles de comienzos del 2004. Este proceso de desapalancamiento se ha materializado en una disminución de la ratio de crédito al consumo sobre PIB hasta el 5,9% en abril, tres décimas por debajo de la media europea.

2: CVEC: datos corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario.

Si bien se prevé que la financiación al consumo siga cayendo en los próximos meses por la debilidad del componente de demanda, la progresiva dilución de las tensiones soberanas y el saneamiento de los balances de las entidades financieras podrían permitir condiciones de acceso al crédito algo más expansivas. Los datos de la **Encuesta BBVA de Tendencias de Negocio** (ETN) correspondiente al primer semestre del 2013 confirman estos resultados. Los participantes en la ETN anticipan una ralentización generalizada del deterioro de la actividad del comercio al por menor en el 2S13, favorecida por el dinamismo esperado de la oferta y la menor reducción de la demanda de crédito.

Las **perspectivas a corto plazo** sugieren una continuación del proceso de ajuste del consumo privado que, en cualquier caso, podría llegar a su fin en el año 2014. El aumento de la imposición indirecta en el 4T12 y el empeoramiento de algunos de sus determinantes anticipan una caída del gasto de los hogares durante el año actual en torno al -3,0% y, en menor medida, durante el próximo (-0,5%). Así, el deterioro del empleo provocará una nueva disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de las familias, que retrocederá en el 2013 y prácticamente se estancará en el 2014. Adicionalmente, el incremento del IVA en septiembre del pasado año –y la anticipación de compras que ha tenido lugar como consecuencia del mismo– tendrá un efecto contractivo permanente sobre el nivel consumo. Además, la riqueza inmobiliaria real continuará decreciendo durante los próximos trimestres. Por el contrario, la recuperación de la riqueza financiera neta, el mantenimiento de la tasa de ahorro de los hogares en niveles reducidos y la ausencia de presiones inflacionistas de demanda que empujen al alza los tipos de interés oficiales amortiguarán el descenso esperado del consumo.

2. Perspectivas macroeconómicas

Divergencias crecientes en la economía global³

La actividad global mostró una recuperación gradual en el primer trimestre del año, aunque con perspectivas dispares para las principales economías. El crecimiento del PIB mundial en el 1T13 habría sido del 0,7% a/a según la estimación de BBVA Research, ligeramente superior al 0,6% a/a del último trimestre del 2012. Hacia delante, se estima que el ritmo de la expansión en el 2013 se situará en el 3,3% anual, sólo una décima por encima del crecimiento del 2012, mientras que en el 2014 se alcanzarán tasas cercanas al 4% (véase el Gráfico 1). Sin embargo, los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad, especialmente entre las economías más desarrolladas, donde la zona del euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE. UU. y Japón.

Gráfico 1

Tasa de crecimiento del PIB (%/a)

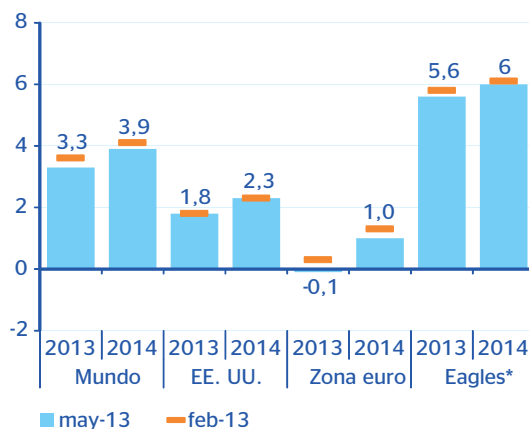
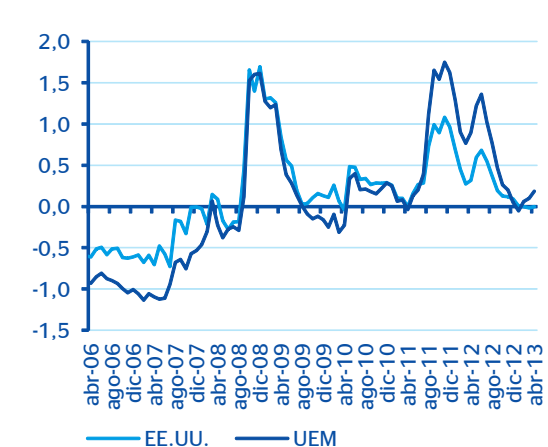


Gráfico 2

Indicador BBVA de Tensiones Financieras



* China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.
Fuente: BBVA Research a partir de Haver Analytics

Fuente: BBVA Research

La respuesta de los mercados financieros a la incertidumbre sobre la definición de la política fiscal a largo plazo en EE. UU., por un lado, y la paralización de la política italiana y los eventos de Chipre y Portugal en la eurozona, por el otro, ha sido tenue (véase el Gráfico 2). Así, el apoyo implícito del programa de compra de títulos de deuda soberana en el mercado secundario (OMT) elaborado por el Banco Central Europeo (BCE) y el aumento de la liquidez global siguen beneficiando la búsqueda de rentabilidad y, en consecuencia, la relajación de las primas de riesgo en la UEM.

La fortaleza de la demanda privada y los estímulos monetarios soportan el crecimiento en EE. UU., a pesar de la incertidumbre sobre la política fiscal

En EE. UU., los datos del primer trimestre del 2013 confirmaron el dinamismo del gasto privado, que se ha erigido como soporte del crecimiento de la economía. El motivo principal es la mejora de la situación laboral y financiera de las familias y, en menor medida, la falta de respuesta de los mercados financieros ante los eventos de riesgo foráneos como los procedentes de la zona del euro. Con todo, los indicadores más recientes apuntan a una moderación del crecimiento del PIB en el segundo trimestre.

3: Para más información, véase la revista Situación Global correspondiente al segundo trimestre del 2013, disponible en: http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1305_Situacionglobal_tcm346-385838.pdf?ts=462013

El escenario económico de EE. UU. para los años 2013 y 2014 contempla crecimientos del 1,8% y 2,3%, respectivamente. Dos factores explican estas previsiones. En primer lugar, a pesar de la incertidumbre que rodeó el llamado "precipicio fiscal" y la entrada en vigor del recorte automático del gasto público (*sequester*), la demanda privada ha dado muestras de resistencia. En segundo lugar, las expectativas de inflación se mantienen ancladas, lo que implica que la expansión cuantitativa se puede continuar implementando hasta que las perspectivas del mercado laboral hayan mejorado significativamente. Así, aunque los datos positivos de comienzos de año hicieron que un adelanto de la retirada de estímulos pareciera posible, la información más reciente indica que la economía americana está todavía lejos de unas tasas de crecimiento robustas, por lo que la política monetaria seguirá siendo un soporte de la actividad.

En Asia persisten las dudas sobre la fortaleza del crecimiento de China. Por el contrario, aumenta el optimismo en Japón por su masiva expansión cuantitativa

A pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa, la economía de China perdió fuerza en el primer trimestre del 2013 debido a una inversión débil. Si bien las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con una inflación más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra para alcanzar su compromiso de crecimiento sostenible (objetivo anunciado: 7,5%). Por todo ello, el escenario de crecimiento en China se sitúa en torno al 8% para los años 2013 y 2014.

Por su parte, la economía japonesa se beneficiará de una combinación de políticas de reactivación más agresivas de lo esperado. Entre ellas, una masiva expansión cuantitativa -de alrededor del 25% del PIB-, con objeto de forzar cambios en las expectativas inflacionistas para fomentar la demanda. Este impulso monetario será tanto más eficaz cuanto más se vea acompañado de medidas fiscales eficaces y, especialmente, de reformas estructurales. Así, se espera que la economía japonesa crezca un 1,7% tanto en el año 2013 como en el 2014, por encima de lo que estima el consenso de los analistas (1,3%).

La eurozona se estanca y el BCE comienza a actuar⁴

El elemento más novedoso de la coyuntura en la eurozona es la extensión de la debilidad de la actividad en los periféricos a las economías del centro de la unión, especialmente a Francia, pero también a Alemania y a Holanda. En Francia, la incertidumbre en torno a la política fiscal y la escasez de reformas están minando la confianza de los agentes económicos. En Alemania, las expectativas han vuelto a descender y las exportaciones se han debilitado a pesar de la resistencia de la demanda de países emergentes. Holanda también se ha visto abocada a la recesión como resultado de la caída de la inversión y del consumo de sus hogares, pese al buen comportamiento de sus exportaciones. Finalmente, en la periferia de la zona del euro cabe destacar la recuperación del apetito por el riesgo, con una recuperación de la demanda de deuda soberana, gracias al programa OMT del BCE y a la mejora de la liquidez global tras la expansión cuantitativa de Japón.

En este contexto, las autoridades de la eurozona siguen construyendo la arquitectura económica del área. A su vez, existe un debate creciente sobre el grado apropiado de consolidación fiscal para lograr una senda creíble de reducción de déficit y de sostenibilidad de la deuda que, a corto plazo, no dañe la actividad hasta hacer vanos los esfuerzos. En particular, las recientes declaraciones de la Comisión Europea apoyando el retraso de la consecución del objetivo del déficit público del 3% hasta 2016 en España van en la línea de dar mayor importancia a la calidad y a la composición del ajuste que a la consecución de rápidas correcciones nominales.

4: Para más información, véase la revista Situación Europa correspondiente al segundo trimestre del 2013, disponible en: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1305_Situacioneuropa_tcm346-386259.pdf?ts=462013

En cuanto a los avances en la unión bancaria, el acuerdo alcanzado finalmente para la solución de la crisis de Chipre ha supuesto la ejecución del modelo de rescate que se está negociando para el sector en el conjunto de la UEM. Antes de un rescate, tendrá que haber una participación de los acreedores bancarios, que incluirá, en caso necesario, a los depositantes no asegurados.

Respecto a la política monetaria, el BCE llevó a cabo en mayo un recorte de 25 puntos básicos (pb) en el tipo refi, del 0,75% al 0,50%, al tiempo que estrechó el corredor de las operaciones de crédito y depósito de +/- 75 pb a +/-50 pb. También anunció la prolongación de las subastas de liquidez para los bancos a tipo fijo y sin restricción de cantidad mientras sea necesario y, al menos, hasta julio del 2014. Adicionalmente, el BCE ha iniciado consultas con otras instituciones europeas (Banco Europeo de Inversiones y Comisión) para impulsar el mercado de instrumentos financieros respaldados por créditos a empresas, en un intento de abordar el acuciante problema del crédito en la periferia. Por último, dado que los riesgos siguen siendo a la baja, el banco central ha señalado que ante un deterioro adicional de las perspectivas económicas podría tomar medidas adicionales. Entre las actuaciones que podría plantear estarían la reducción del tipo de la facilidad de depósito a nivel negativo, la adopción de medidas no estándar o el apoyo a instituciones europeas en la provisión de crédito a PYMES.

En síntesis, se prevé una caída del PIB de la eurozona del -0,1% en el año 2013 y un aumento del 1% en el 2014. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja. Resulta crucial que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

La economía española tocará fondo en 2013 y crecerá en 2014⁵

En España, la relajación de las tensiones financieras continúa acompañada por el regreso gradual de los flujos de capital y la mayor resistencia al alza de las primas de riesgo que pagan tanto el sector público como el privado, aspecto que representa una innovación positiva sobre el escenario de consenso del pasado verano. Sin embargo, el peor comportamiento de la economía real de los principales socios comerciales del país supone, inevitablemente, un sesgo a la baja sobre el crecimiento, aunque moderado gracias a la creciente diversificación de los mercados de exportación.

En el plano doméstico, continúa el proceso de corrección de los desequilibrios acumulados, si bien existen algunos factores que actúan como contrapeso. En el corto plazo, el Gobierno ha anunciado la prórroga del programa de pago a proveedores, y ha dejado abierta la posibilidad de poner en marcha uno nuevo que podría tener un impacto significativo, aunque temporal, en la actividad. A medio y largo plazo, se han puesto en marcha varias reformas que, en su conjunto, tienen el objetivo de continuar reduciendo los desequilibrios estructurales y sentar las bases de una recuperación más robusta. En particular, y aunque habrá que esperar a que los plazos definidos efectivamente se cumplan y a que la ambición con la que se diseñen los cambios sea importante, el Plan Nacional de Reformas (PNR) presentado el pasado 26 de abril incluye un diagnóstico acertado de la situación⁶. Enmarcado en el PNR, se aprobó el 24 de mayo el Anteproyecto de Ley de Apoyo a los Emprendedores y su Internacionalización que, si se implementa de forma efectiva, permitirá a la economía española dar un paso adelante en su dinamización⁷.

A tenor de lo anterior, los determinantes de la evolución de la economía española en el corto plazo siguen mostrando una acusada debilidad que, en todo caso, es compatible con la ralentización de la contracción económica en el futuro más próximo. Así, aunque el descenso de la actividad entre enero y marzo (-0,5% t/t) fue algo más intenso que el esperado a finales del 4T12 (-0,3% t/t), los indicadores de coyuntura del segundo trimestre sugieren que la economía española está próxima

5: Para más información, véase la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre del 2013, disponible en: http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1305_Situacionespana_tcm346-385826.pdf?ts=462013

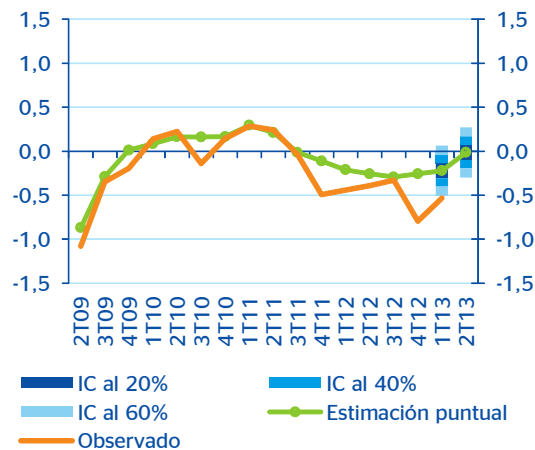
6: Disponible en http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/comun/pdf/PNR_Espana_2013.pdf

7: El objetivo del Anteproyecto de Ley es el de impulsar la cultura emprendedora y facilitar el inicio de actividades empresariales mediante un conjunto de medidas circunscritas a cuatro ámbitos de actuación: (1) desarrollo de nuevas formas de financiación, (2) segunda oportunidad empresarial, (3) incentivos fiscales a la empresa, y (4) reducción de barreras a la creación de nuevas empresas. Más detalles en: http://www.lamoncloa.gob.es/docs/refc/pdf/refc20130524e_2.pdf

a tocar fondo (MICA-BBVA Research: entre el -0,1% y el -0,3% t/t en el 2T13) (véase el Gráfico 3)⁸. Adicionalmente, el desglose de los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 1T13 confirmó que la composición del crecimiento siguió marcada por el avance de la demanda externa neta y la contribución negativa de la demanda interna, si bien esta última drenó crecimiento a un ritmo notablemente inferior al registrado en el trimestre precedente (véase el Gráfico 4).

Gráfico 3

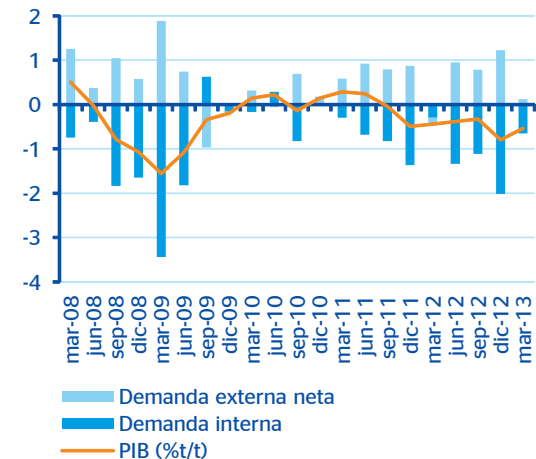
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4

España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Para el conjunto del 2013, se espera que la economía española registre una caída del similar a la observada en el 2012 (en torno al -1,4%) debido, principalmente, a la necesidad de corregir el déficit público y a la continuación del proceso de absorción de los desequilibrios acumulados (véase el Cuadro 1). Sin embargo, varios factores justifican la vuelta al crecimiento en el 2014 (0,9%). Como se ha señalado al inicio de esta sección, se espera una aceleración del ritmo de expansión de la economía mundial, que se extenderá al área del euro, y que apoyará la expansión de las exportaciones españolas. A nivel doméstico, se asistirá a la práctica finalización de algunos procesos de ajuste internos (inversión y empleo en el sector de la construcción residencial), acompañada por un tono de la política fiscal algo menos contractivo de lo observado en el bienio 2012-2013.

En este contexto, la disminución del empleo público como consecuencia del proceso de consolidación fiscal se añadirá a la destrucción de empleo privado, que se moderará por el menor deterioro previsto de la actividad económica. En consecuencia, la tasa de paro repuntará a pesar de la caída estimada de la población activa y superará el 27% en el 2013. La recuperación del crecimiento en el 2014, y la esperada mejora de la eficiencia del mercado de trabajo inducida por la reforma laboral aprobada en febrero del pasado año⁹, provocarán un aumento de la ocupación del sector privado y una ligera reducción de la tasa de desempleo durante la segunda mitad del ejercicio¹⁰.

8: 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

9: En el Recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre del 2012 se realizaba una evaluación de la reforma del mercado de trabajo aprobada en 2012. Disponible en: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1205_Situacionespa-na_tcm346-326621.pdf?ts=462013

En el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre del 2013, se examina cómo la flexibilización salarial, inducida por el acuerdo para el empleo y la negociación colectiva rubricado en enero del 2012 y la reforma laboral aprobada en febrero del mismo año, ha evitado una mayor destrucción de empleo tanto en el corto como en el largo plazo.

10: La reforma laboral debería facilitar el necesario reequilibrio entre el ajuste del margen extensivo (empleo) y el intensivo (horas de trabajo y remuneración), reducir la segmentación e incrementar la productividad. Estas consecuencias, unidas al cambio de modelo productivo que está experimentando la economía española, deberían posibilitar una mayor creación de empleo y una reducción más intensa de la tasa de paro por cada punto de PIB. Más detalle en: Andrés, J., J. E. Bosca, R. Doménech y J. Ferri: "Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both", BBVA Working Paper 10/13, Madrid. Disponible en: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1013_tcm348-221513.pdf?ts=15112011.

Con todo, la recuperación prevista de la economía española no está exenta de riesgos. Pese a de que el efecto de las medidas puestas en marcha durante el año 2012 ha prevalecido sobre el reciente aumento de la incertidumbre tras los episodios en Italia, Chipre y Portugal, la relajación adicional de las tensiones financieras sigue estando supeditada al avance de los procesos de reformas estructurales tanto en Europa como en España.

En lo que respecta a la composición del crecimiento, los factores contemplados en el escenario económico de BBVA Research suponen la continuidad de la presión a la baja para la demanda interna en el 2013, que será compensada sólo parcialmente por el avance de la demanda externa. En el 2014 la demanda doméstica apenas drenará crecimiento, mientras que las exportaciones netas continuarán contribuyendo positivamente. En cuanto al consumo privado, el aumento de la imposición indirecta en sep-12¹¹ y el empeoramiento de algunos de sus determinantes anticipan una caída del gasto durante el año actual en torno al -3,0% y, en menor medida, durante el próximo (-0,5%). Así, el deterioro del empleo provocará una nueva disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de los hogares, que retrocederá en el 2013 y prácticamente se estancará en el 2014. Adicionalmente, el incremento del IVA -y la anticipación de compras que tuvo como consecuencia del mismo- tendrá un efecto contractivo permanente sobre el nivel de consumo¹². Además, la riqueza inmobiliaria real continuará decreciendo durante los próximos trimestres. Por el contrario, la recuperación de la riqueza financiera neta, el mantenimiento de la tasa de ahorro de los hogares en niveles considerablemente por debajo de los registrados durante el ciclo precedente (véase el Recuadro 1) y la ausencia de presiones inflacionistas de demanda que empujen al alza los tipos de interés oficiales amortiguarán la contracción esperada del consumo privado.

11: El 1 de septiembre del 2012 se elevaron los tipos impositivos general y reducido del IVA desde el 18% y 8% hasta el 21% y 10%, respectivamente, y se modificaron las bases imponibles mediante la traslación al tipo general de productos gravados, hasta el momento, al tipo reducido.

12: En el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre del 2009 se mostraba que un aumento de 2 pp en el tipo impositivo del IVA provoca una reducción permanente de 0,6 pp del nivel de consumo privado a largo plazo. Véase: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/0911_situacionespana_tcm346-204668.pdf?ts=1742013

El Servicio de Estudios
 del Grupo BBVA

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	2009	2010	2011	2012	2013 (p)	2014 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	-1,9	0,9	-0,8	-2,5	-3,6	-0,8
G.C.F Privado	-3,8	0,7	-1,0	-2,1	-3,0	-0,5
G.C.F Hogares	-3,9	0,6	-0,8	-2,2	-3,0	-0,5
G.C.F AA.PP	3,7	1,5	-0,5	-3,7	-5,1	-1,8
Formación Bruta de Capital	-17,9	-5,5	-5,5	-8,7	-8,5	1,3
Formación Bruta de Capital Fijo	-18,0	-6,2	-5,3	-9,1	-8,5	1,3
Activos Fijos Materiales	-18,5	-6,7	-5,8	-10,0	-8,9	1,1
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-23,9	2,6	2,3	-6,6	-4,7	4,9
Equipo y Maquinaria	-24,5	3,0	2,4	-6,7	-4,7	4,9
Construcción	-16,6	-9,8	-9,0	-11,5	-10,9	-1,0
Vivienda	-23,1	-10,1	-6,7	-8,0	-9,3	0,8
Otros edificios y Otras Construcciones	-9,1	-9,6	-11,0	-14,6	-12,4	-2,7
Variación de existencias (*)	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-6,6	-0,6	-1,9	-3,9	-4,5	-0,4
Exportaciones	-10,0	11,3	7,6	3,1	4,7	6,4
Importaciones	-17,2	9,2	-0,9	-5,0	-4,9	2,8
Saldo exterior (*)	2,9	0,3	2,3	2,5	3,0	1,4
PIB pm	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	0,9
Pro-memoria						
PIB sin inversión en vivienda	-1,4	0,5	1,0	-1,0	-1,0	1,0
PIB sin construcción	-0,5	1,6	2,1	0,2	-0,2	1,2
Empleo total (EPA)	-6,8	-2,3	-1,9	-4,5	-4,1	-0,2
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	18,0	20,1	21,6	25,0	27,1	26,4
Empleo total (e.t.c.)	-6,2	-2,5	-1,7	-4,4	-3,9	-0,5
Renta disp. de los hogares real (% crec.)	1,7	-4,8	-3,3	-5,3	-4,2	-0,6
Renta disp. de los hogares nominal (% crec.)	0,6	-2,9	-0,5	-2,7	-2,0	0,5
Tasa de Ahorro de las familias (% renta)	17,8	13,1	11,0	8,3	7,2	7,1
Saldo por cuenta corriente (%PIB)	-4,8	-4,5	-3,7	-1,1	0,5	1,0
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-11,2	-9,7	-9,0	-7,0	-6,5	-5,7
IPC (media del periodo)	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,7	1,2

(*) Contribuciones al crecimiento

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

3. Coyuntura de los bienes duraderos

Tras un cuarto trimestre caracterizado por el brusco retroceso del consumo privado, los datos de Contabilidad Nacional correspondientes al primer trimestre del 2013 confirmaron la ralentización del ritmo de deterioro apuntada por los indicadores parciales de demanda (véase el Cuadro 2). El gasto de los hogares retrocedió el -0,4% t/t en el 1T13 como consecuencia del efecto base causado por las repercusiones que los cambios en el IVA y la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos tuvieron sobre el consumo en el 4T12. Adicionalmente, la menor caída esperada de la renta disponible real de los hogares, la mejora de su riqueza financiera neta, el descenso previsto de su tasa de ahorro y la renovación del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE) contribuyeron a sostener el consumo privado entre enero y marzo. Con todo, la debilidad de sus determinantes anticipa una nueva reducción del gasto durante el segundo trimestre del año en curso. Así, el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) y el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) sugieren que la contracción del gasto de los hogares en el 2T13 será similar a la registrada en el trimestre precedente (véase el Gráfico 5)¹³.

Cuadro 2

España: selección de indicadores del gasto en consumo privado (Datos CVEC*, % t/t)

	Disponibilidades de bienes de consumo	Matriculaciones de turismos		Ventas interiores de grandes empresas	Índice de cifra de negocios del sector servicios	Comercio al por menor	Consumo CNT
		Totales	Particulares				
1T10	-2,6	-1,6	-4,6	0,9	0,9	0,4	-0,1
2T10	3,4	2,8	4,4	2,0	2,7	-0,3	0,9
3T10	-5,7	-30,5	-46,2	-6,2	-4,3	-1,4	-1,2
4T10	-0,5	1,5	-1,4	0,2	-0,6	-0,8	1,2
1T11	1,2	1,6	-0,1	-1,0	0,4	-3,0	-0,6
2T11	-1,2	2,2	-0,5	0,2	-1,3	-0,8	-0,2
3T11	0,3	-5,4	-7,4	-0,2	0,8	-0,1	-0,6
4T11	-1,1	-2,7	-1,5	-2,0	-2,5	-2,8	-1,0
1T12	-4,1	2,9	-1,8	-1,6	-1,3	-1,2	0,5
2T12	-2,0	-8,8	-3,0	-2,7	-2,7	-3,2	-1,1
3T12	-1,4	-8,5	-1,4	2,4	-3,6	-0,5	-0,5
4T12	-3,2	-8,1	-11,4	-4,9	0,9	-5,6	-1,9
1T13	-2,8	16,6	17,7	0,7	-1,6	0,3	-0,4

* Datos CVEC: corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario.

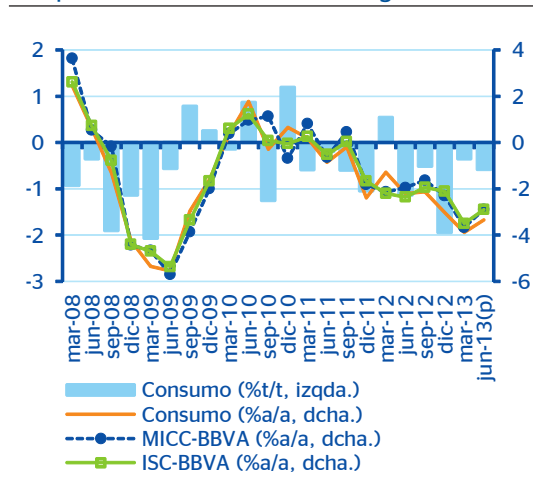
Fuente: BBVA Research a partir de MINECO, ANFAC, AEAT e INE

Durante el primer trimestre del 2013, la demanda externa de bienes retomó el dinamismo que parecía haber perdido en el 4T12 y limitó el descenso de la actividad provocado por la atonía de la demanda interna. Las ventas exteriores de duraderos contribuyeron de forma significativa a la recuperación de las exportaciones de bienes. Como refleja el Gráfico 6, las exportaciones de bienes duraderos aumentaron el 7,1% t/t cvec en el 1T13 a pesar de la debilidad de la coyuntura europea, mientras que las exportaciones totales de bienes crecieron el 4,4% t/t cvec (1,2% en términos de Contabilidad Nacional).

13: Los detalles del MICC-BBVA se pueden encontrar en el Recuadro 1 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre del 2010, disponible en: http://www.bbvarresearch.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/espana/novedades/detalle/Nove346_195714.jsp?id=tcm:346-176089-64

Gráfico 5

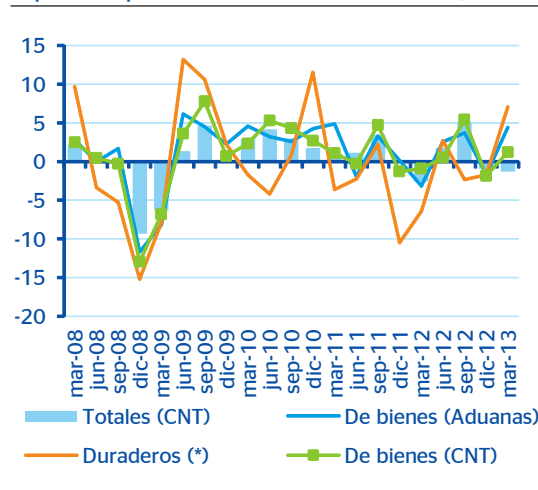
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

España: exportaciones reales (Datos CVEC, % t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Demanda de turismos

La prórroga del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE) y la renovación de flotas por parte de las compañías alquiladoras ante la celebración en marzo de la Semana Santa han marcado la evolución de las matriculaciones de turismos durante el primer semestre.

Desde el 4 de febrero está vigente la segunda convocatoria del PIVE, que tiene como objetivo la sustitución de turismos y vehículos comerciales ligeros con más de 10 y 7 años de antigüedad (frente a 12 y 10 de la primera edición), respectivamente, por modelos energéticamente más eficientes (M1). Dotado con 150 millones de euros –el doble que el precedente–, se prolongará durante 1 año o hasta el agotamiento de los fondos. Pueden beneficiarse de la bonificación los particulares, profesionales, autónomos, microempresas y PYMES. La cuantía de la ayuda aportada por el Ministerio de Industria, Energía y Turismo es de 1.000 euros por vehículo, a los que se suma el descuento que ha de aplicar el fabricante o importador y que ascenderá, como mínimo, a 1.000 euros. Como novedad respecto al programa inicial, el importe de la bonificación puede alcanzar los 3.000 euros para las familias numerosas que adquieran vehículos M1 con más de cinco plazas (véase el Cuadro 3)¹⁴.

Desde la entrada en vigor del PIVE en octubre del pasado año, las matriculaciones de turismos han crecido el 39,9% cvec hasta mayo (el 16,5% cvec en el 2013), compensando en parte el efecto permanente del aumento del IVA (véase el Gráfico 7)¹⁵. El dinamismo de la demanda de particulares ha sido el responsable principal de la evolución de las ventas de automóviles, si bien la renovación de flotas llevada a cabo por las alquiladoras durante el primer semestre del año también ha contribuido positivamente (véase el Gráfico 8).

Con todo, el éxito del PIVE no asegura un ascenso de las matriculaciones en el 2013. Si la demanda se comporta en línea con lo previsto durante el resto del año, las ventas de turismos podrían situarse, al igual que en el 2012, en torno a las 700.000 unidades¹⁶.

14: Más detalles en: <http://www.planpive2.es/Bases/Boletin%20CD%2069-13%20PIVE-mod.pdf>

15: Las estimaciones de BBVA Research indican que el aumento del IVA en septiembre del pasado año habría reducido las matriculaciones de turismos en 155 mil unidades hasta mayo del 2013 si el PIVE no se hubiese aprobado. Sin embargo, la bonificación del PIVE ha permitido acotar esta caída hasta los 54 mil turismos.

16: Un análisis detallado de los determinantes de la demanda de turismos se encuentra en Recuadro 2 de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre del 2011, disponible en: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1111_Situacionconsumo_tcm346-281278.pdf?ts=5122012

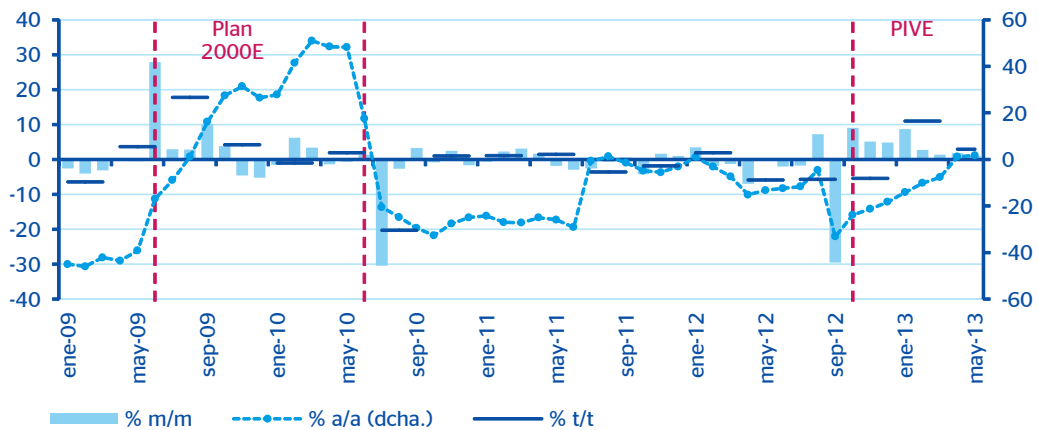
El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

Cuadro 3
Características del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE)

	PIVE 1	PIVE 2
Beneficiarios	Personas físicas, autónomos, microempresas, PYMES (<250 empleados, cifra de negocios <50M€)	Personas físicas, autónomos, microempresas, PYMES (<250 empleados, cifra de negocios <50M€)
Vehículos elegibles	VN (o VO<1 año) Categorías: M1 (clases A y B) y N1 (<160 g de CO2/km) Precio: <= 25.000€ antes de impuestos (excepto vehículos eléctricos puros, híbridos enchufables y de autonomía extendida)	VN Categorías: M1 (clases A y B), N1 (<160 g de CO2/km), M1 y N1 (<120 g de CO2 y clase energética A, B, C o D) y M1 (familia numerosa, > 5 plazas, clase energética A, B o C) Precio: <=25.000€ antes de impuestos (excepto vehículos eléctricos puros, híbridos enchufables y de autonomía extendida) Precio: <=30.000€ antes de impuestos (para familias numerosas con más de cinco plazas y clase energética A, B o C)
Vehículo achatarrado	Antigüedad>= 12 años (M1) y a 10 años (N1); matriculado en España	Antigüedad>= 10 años (M1) y a 7 años (N1); matriculado en España
Cuantía mínima de la ayuda	1000€ IDAE + 1000€ fabricante o importador	1000€ IDAE + 1000€ fabricante o importador 1500€ IDAE + 1500€ fabricante o importador (familia numerosa, > 5 plazas, clas.energética A, B o C)
Calendario	01/10/12 (15/10 activación de reservas) - 31/03/13 o agotamiento de fondos	02/02/13 (04/02 activación de reservas) - 01/02/14 o agotamiento de fondos
Dotación presupuestaria	75 millones de € (75 mil vehículos)	150 millones de € (hasta 150 mil vehículos)
Solicitud	Remisión al IDAE de la documentación y ficha de solicitud en papel	Se cargan la documentación y la solicitud a través de una aplicación en el punto de venta

Fuente: BBVA Research a partir de IDAE

Gráfico 7
España: matriculaciones de turismos (Datos CVEC)



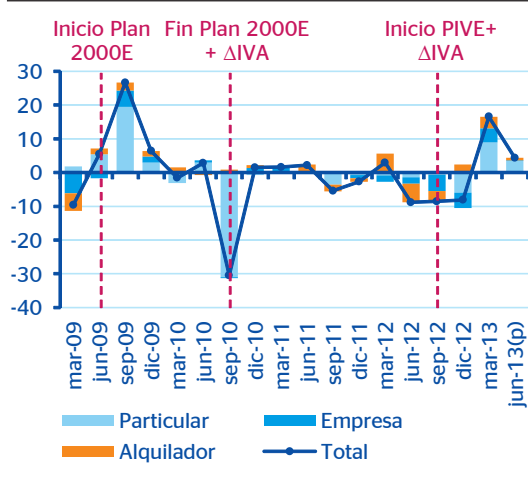
Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

Uno de los objetivos del PIVE era rejuvenecer el parque de turismos. Sin embargo, la atonía de la demanda explica que los resultados al respecto sean imperceptibles. El Gráfico 9 muestra cómo la distribución del parque por antigüedad se ha continuado desplazando hacia la derecha durante el 1T13, de tal modo que el porcentaje de turismos con diez o más años de antigüedad -i. e., aquellos susceptibles de acogerse el PIVE-2- ha aumentado 8,7 pp desde marzo del pasado año hasta alcanzar el 53,3% del parque total (11,9 millones de turismos)¹⁷.

17: En la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre del 2012 se mostraba como los cambios en la distribución de turismos por antigüedad durante el último quinquenio han provocado que el envejecimiento del parque español converja al promedio de las economías de nuestro entorno. Véase: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1205_Situacionconsumo_tcm346-330687.pdf?ts=5122012

Gráfico 8

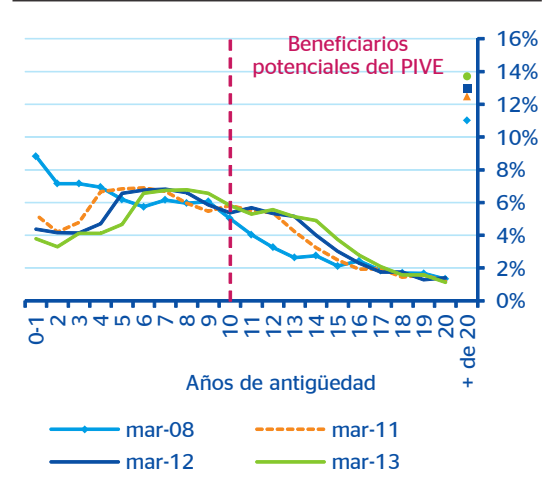
España: contribuciones a la tasa de variación trimestral de las matriculaciones de turismos (Datos CVEC, %)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

Gráfico 9

España: distribución del parque de turismos por antigüedad (% sobre el parque total)

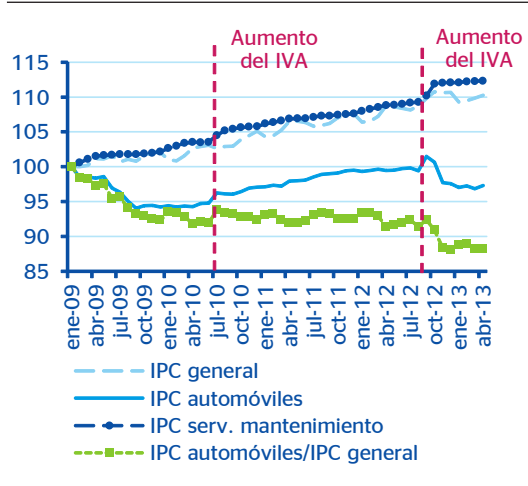


Fuente: BBVA Research a partir de DGT

El incremento del IVA en sep-12 causó un encarecimiento relativo de los turismos dado que la traslación del cambio en el tipo de gravamen a precios finales fue comparativamente elevada, como se puede observar en el Gráfico 10. Sin embargo, el aumento del precio relativo de los automóviles fue transitorio ya que la entrada en vigor del PIVE contribuyó a abaratar los turismos durante el 4T12. Desde ene-13, los precios de consumo de los automóviles han disminuido en línea con el IPC general, por lo que su precio relativo apenas ha variado.

Gráfico 10

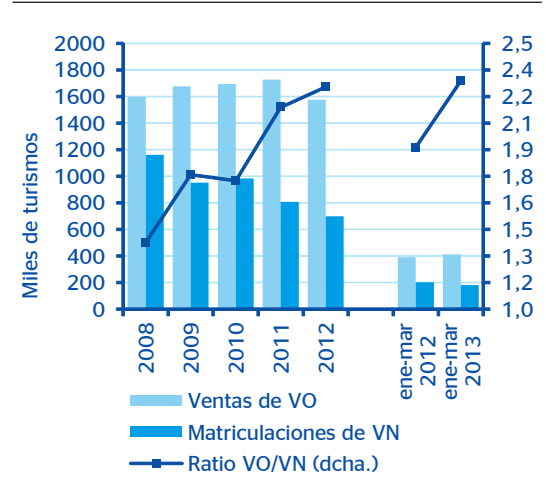
España: precios de consumo de automóviles (ene-08 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 11

Ventas de turismos en España: VN vs VO



Fuente: BBVA Research a partir de Ganvam

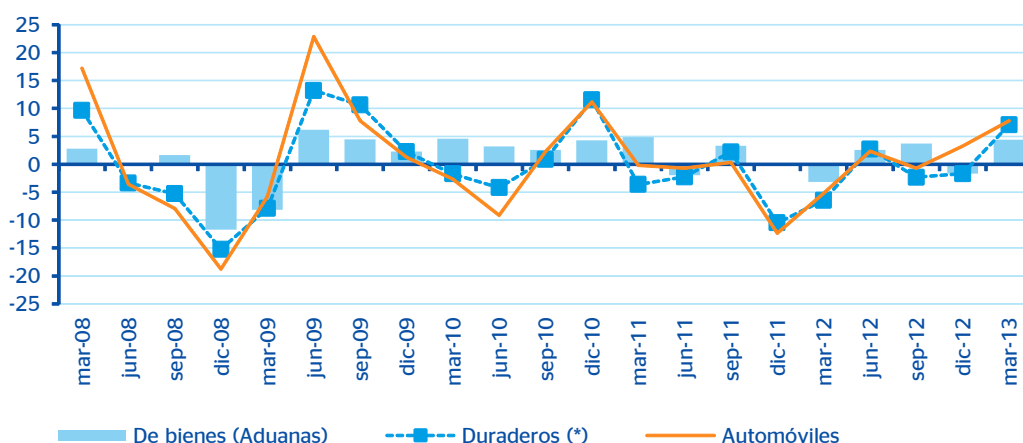
La demanda de vehículos de ocasión (VO) también se ha visto afectada por el deterioro de la renta y la riqueza de los hogares, la incertidumbre acerca de la situación económica y la escasez de financiación, pero menos que la de turismos nuevos (VN). El año 2012 cerró con una caída de las ventas de VO del 8,8% hasta las 1.576.300 de unidades. Durante el 1T13, la tendencia cambió. Las ventas de VO crecieron el 6,0% interanual hasta las 413.600 de unidades, el 59%.

entre particulares. Dado que las matriculaciones de VN se redujeron el 11,5% entre enero y marzo, la ratio de VO sobre VN se situó en los 2,3 turismos de ocasión por cada vehículo nuevo, cuatro décimas más que en el 1T12¹⁸.

De modo análogo a lo sucedido en el cuarto trimestre del pasado año, la demanda externa de turismos ha continuado creciendo más que la del conjunto de bienes. Tras haber aumentado el 3,3% en el 4T12, las exportaciones reales de automóviles aceleraron su ritmo de crecimiento entre enero y marzo hasta el 7,8% t/t cvec (véase el Gráfico 12).

Gráfico 12

España: exportaciones reales de automóviles (Datos CVEC, % t/t)



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Demanda de motocicletas

Al igual que el de los restantes bienes duraderos, el mercado de vehículos de dos ruedas (V2R) durante el inicio del año en curso se vio afectado por el efecto base originado por el cambio del IVA en septiembre del 2012 (véase el Gráfico 13). Tras retroceder el 13,5% t/t cvec en el 4T12, las matriculaciones de motocicletas se estancaron entre enero y marzo (-0,8% t/t) y se espera que crezcan en el 2T13 (2,3% t/t). Con todo, si el segundo semestre evoluciona según lo previsto, las ventas podrían no superar las 95.000 unidades, frente a las 102.600 del 2012.

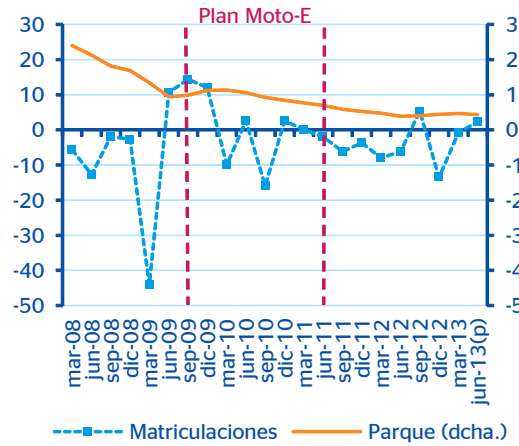
Los motivos de la disminución prolongada del consumo de motocicletas radican en la lasitud de sus fundamentales, sobre todo, del nivel de renta de los compradores potenciales ante el deterioro de la situación del mercado laboral entre las cohortes más jóvenes. Adicionalmente, los cambios regulatorios adoptados desde el 2009 –en particular, la elevación hasta los 15 años de la edad mínima de obtención del permiso AM y el aumento del coste asociado al nuevo sistema progresivo de licencias¹⁹ – han contribuido a la caída de la demanda de motocicletas y de ciclomotores.

A pesar de la debilidad del consumo, el precio relativo de los V2R ha crecido ligeramente en el inicio del 2013. Como ilustra el Gráfico 14, la subida del IVA interrumpió el abaratamiento relativo que se venía registrando desde comienzos del 2009. Por su parte, la demanda externa continuó exhibiendo una elevada volatilidad. Como se observa en el Gráfico 15, las exportaciones reales de motocicletas y ciclomotores volvieron a disminuir en el 1T13 (-10,1% t/t cvec). Dada la reducción de la capacidad instalada que ha tenido lugar durante últimos años, no se prevé una recuperación significativa de las ventas exteriores en el corto plazo.

18: Un análisis detallado de la evolución de los factores que explican la demanda de VO en España se puede encontrar en BBVA Research (2011): "¿Quién compra un VO? Evolución de los determinantes de la elección del tipo de vehículo durante la crisis". Situación Consumo 2S10, 14-21. Disponible en: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/Situacion_Consumo_2S10_tcm346-248813.pdf?ts=15112011

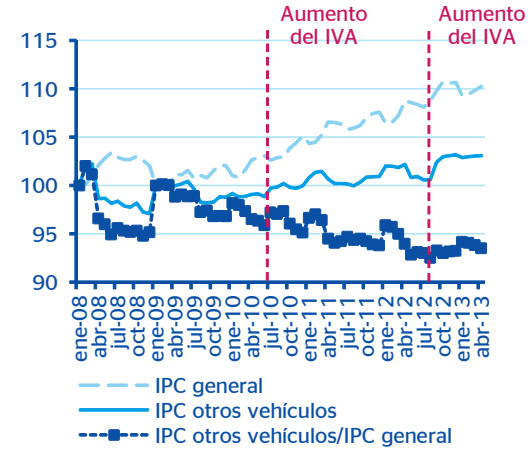
19: Nótese que España fue el primer país de la UE que transpuso la Directiva 2006/126/CE sobre el permiso de conducción mediante la aprobación en 2009 del Real Decreto 818/2009, casi cuatro años antes de lo exigido por las autoridades europeas. Más detalles en: <http://www.boe.es/boe/dias/2009/06/08/pdfs/BOE-A-2009-9481.pdf>

Gráfico 13
España: matriculaciones de motocicletas (Datos CVEC, % t/t)



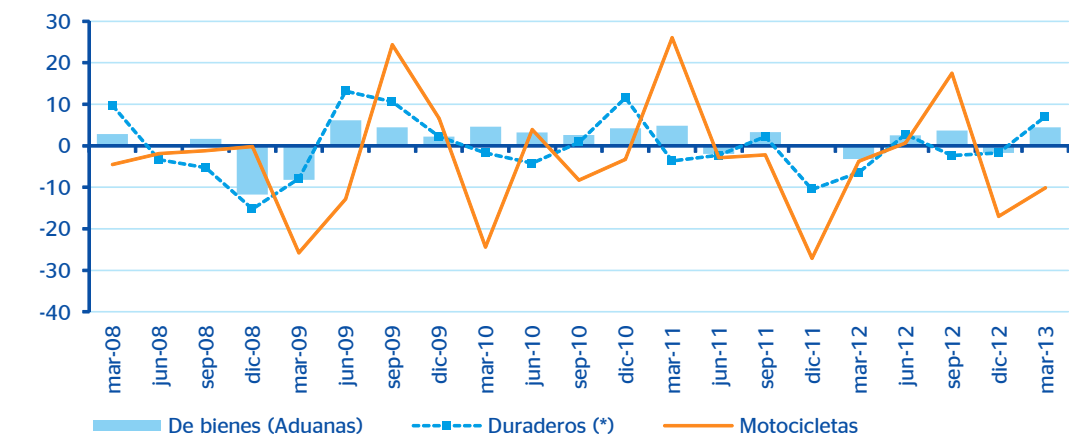
Fuente: BBVA Research a partir de DGT y Anesdor

Gráfico 14
España: precios de consumo de ciclomotores y motocicletas (ene-08 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 15
España: exportaciones reales de motocicletas y ciclomotores (Datos CVEC, % t/t)



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Mobiliario

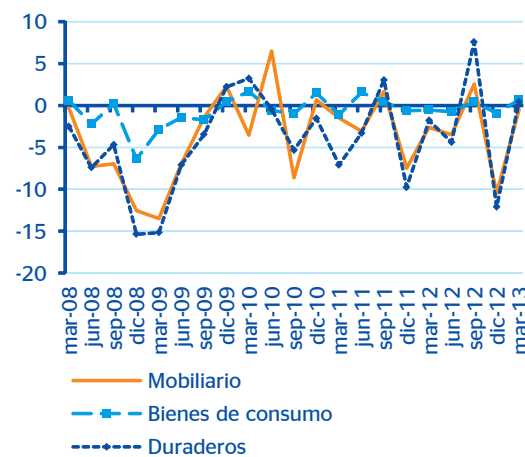
La facturación del sector del mueble se mantuvo estable en el primer trimestre del año en curso (-0,5% t/t cvec) tras el retroceso experimentado durante el 4T12, en línea con la del conjunto de productores de bienes duraderos (véase el Gráfico 16). Dos factores han contribuido a explicar la evolución de la cifra de negocios del sector en el 1T13. El primero es, de nuevo, el incremento del IVA, que indujo un efecto base en las ventas de mobiliario. El segundo es el comportamiento positivo de la demanda externa, que creció el 1,3% t/t cvec tras haberse contraído en el 4T12 (véase el Gráfico 17).

El Gráfico 18 ilustra como la evolución favorable de las exportaciones ha contribuido a atenuar el desplome de la demanda doméstica, precipitada por el deterioro de la demanda de vivienda²⁰. Al respecto, las previsiones de BBVA Research indican que el retroceso de la inversión residencial en España comenzará a ralentizarse a finales del año en curso, por lo que no se debe esperar una recuperación sostenida de la demanda de muebles a corto plazo.

20. Las estimaciones de BBVA Research muestran que una disminución puntual de las exportaciones nominales de muebles en un 1% t/t provoca -ceteris paribus- una caída de la cifra de negocios en torno al 0,7% t/t. El efecto acumulado de una reducción de la inversión nominal en vivienda en un 1% t/t sobre la facturación del sector del mueble es ligeramente inferior (un 0,6% t/t).

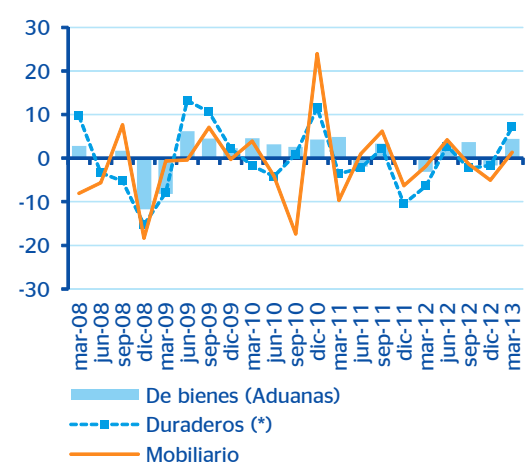
En línea con los restantes bienes duraderos²¹, el precio de los muebles se comportó en línea con la inflación general durante los primeros meses del 2013, por lo que su precio relativo se ha mantenido estable tras haberse abaratado el 1,8% en el 2012 (véase el Gráfico 19).

Gráfico 16
España: cifra de negocios (Datos CVEC, % t/t)



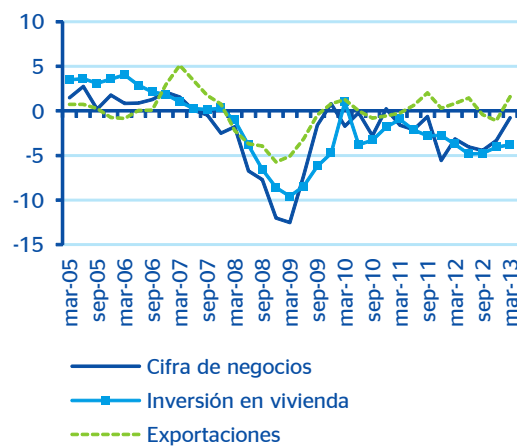
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 17
España: exportaciones reales de mobiliario (Datos CVEC, % t/t)



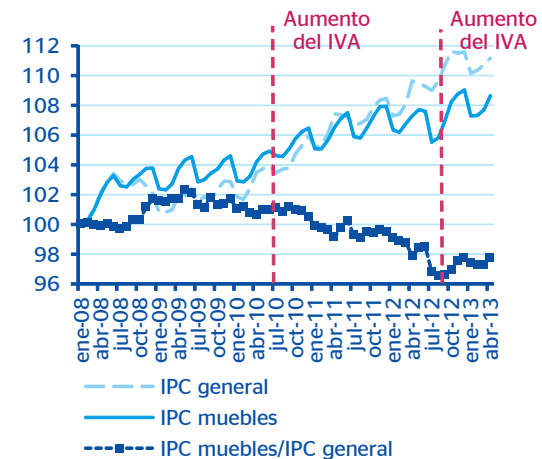
(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Gráfico 18
España: inversión en vivienda, cifra de negocios y exportaciones en el sector del mueble (Datos nominales, % t/t de la tendencia)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 19
España: precios de consumo de muebles (ene-08 =100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Línea blanca

Como en el sector del mueble, la prolongación del ajuste inmobiliario ha continuado repercutiendo diferencialmente sobre el consumo de electrodomésticos. Según los datos de la Asociación Nacional de Fabricantes de Electrodomésticos de Línea Blanca (ANFEL), el número de unidades vendidas disminuyó el 9,2% y la facturación el 8,5% en los cuatro primeros meses del 2013 en relación con el mismo periodo del año anterior, tras haberse reducido el 13,3% y el 13,9%, respectivamente, en el 2012. Todas las familias de electrodomésticos -excepto encimeras (+0,6%)- vieron mermadas sus ventas hasta abril, si bien hornos (-5,9%) y campanas extractoras

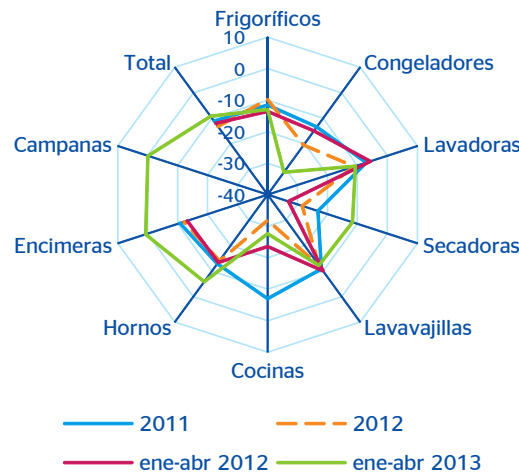
21: Excepto en el caso de los artículos de línea marrón, como se muestra más adelante.

(-4,6%) registraron una contracción inferior al promedio (véase el Gráfico 20). Del mismo modo que en los restantes duraderos, el cambio en el IVA en sep-12 modificó el patrón intertemporal de consumo de todas las familias de electrodomésticos, lo que condicionó la evolución de la demanda en adelante.

La debilidad del consumo de artículos de línea blanca se ha materializado en una disminución generalizada de sus precios en el 2013, pero menor que la del IPC general. De hecho, el precio de los electrodomésticos en relación con el resto de productos de consumo creció el 0,3% entre enero y abril. El abaratamiento hubiese sido mayor si no se hubiese encarecido el servicio postventa. Así, los precios de los servicios de reparación crecieron el 1,7% en los cuatro primeros meses del año y el 5,0% desde abril del 2012 (véase el Gráfico 21).

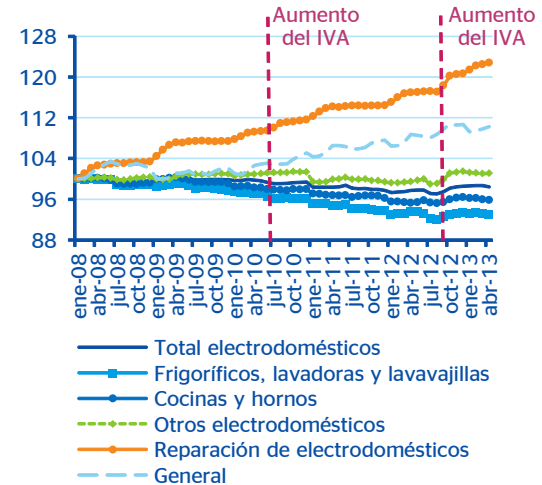
Al igual que la demanda doméstica, la externa siguió cayendo durante el primer trimestre del año, pero a un ritmo más moderado que el registrado durante el cuarto del 2012. Como ilustra el Gráfico 22, las exportaciones reales de artículos de línea blanca se redujeron el 1,4% t/t cvec en el 1T13, mientras que las del conjunto de bienes duraderos aumentaron el 7,1% t/t cvec.

Gráfico 20
España: ventas de electrodomésticos por familia (% a/a del número de unidades)



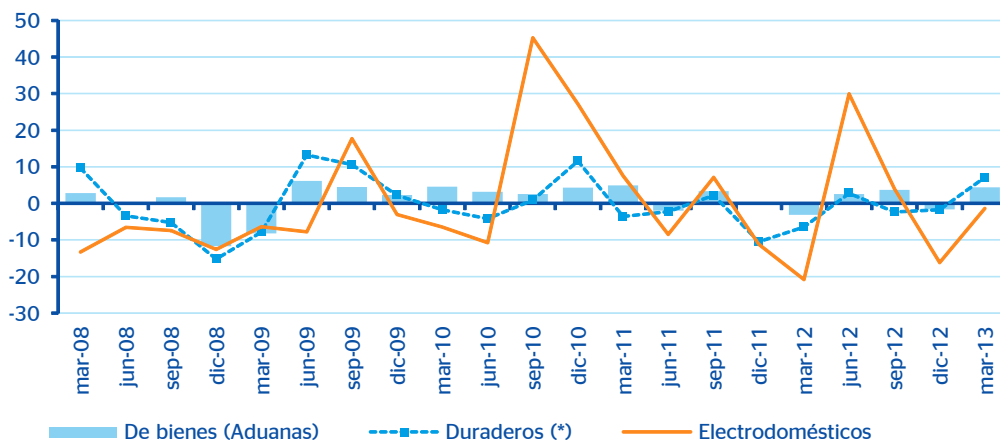
Fuente: BBVA Research a partir de ANFEL

Gráfico 21
España: precios de consumo de electrodomésticos (ene-08 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 22
España: exportaciones reales de electrodomésticos (Datos CVEC, % t/t)



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Línea marrón

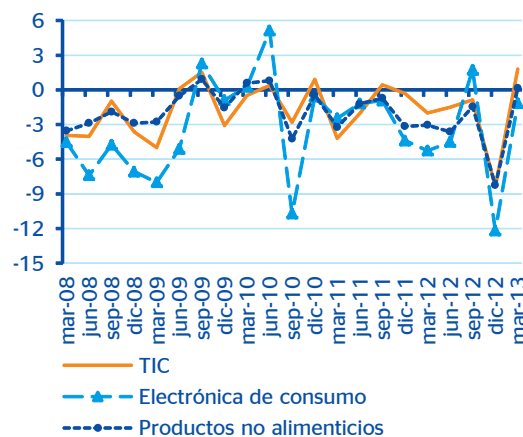
También el gasto en artículos de línea marrón durante el inicio del 2013 se ha visto influido por el efecto base ocasionado por el aumento del IVA el pasado año, a pesar de que la traslación a precios finales ha sido inapreciable. El Gráfico 23 muestra que las ventas al por menor de electrónica de consumo ralentizaron su caída hasta el -1,2% t/t cvec en el 1T13 desde el -12,2% registrado en el 4T12, mientras que las de equipamiento TIC crecieron el 1,8% t/t tras haber descendido el 8,4% en el trimestre precedente.

La atonía del consumo ha contribuido a reducir los precios en un sector caracterizado por una deflación persistente derivada del progreso tecnológico. Como refleja el Gráfico 24, los precios de todos los productos de electrónica de consumo y equipamiento TIC disminuyeron durante el último semestre, tanto en términos nominales como reales. La caída generalizada de los precios contribuirá a seguir incrementando la tasa de penetración de los equipos TIC en los hogares españoles. La encuesta sobre equipamiento y uso de las TIC, realizada por el INE, indica que el producto que más aumentó su presencia en el hogar durante el último año fue el ordenador -principalmente, portátil-, seguido por el teléfono móvil (véase el Gráfico 25).

La demanda externa de artículos de línea marrón registró una evolución similar a la doméstica. Así, tanto las exportaciones reales de equipamiento tecnológico como las de electrónica de consumo crecieron en el 1T13. El Gráfico 26 muestra que las primeras aumentaron el 2,4% t/t cvec, mientras que las segundas lo hicieron el 11,5%, por encima del promedio de duraderos analizados. La evolución favorable de la demanda externa debería seguir contribuyendo a la reducción de la mortalidad empresarial en el sector de fabricantes de artículos de línea marrón²².

Gráfico 23

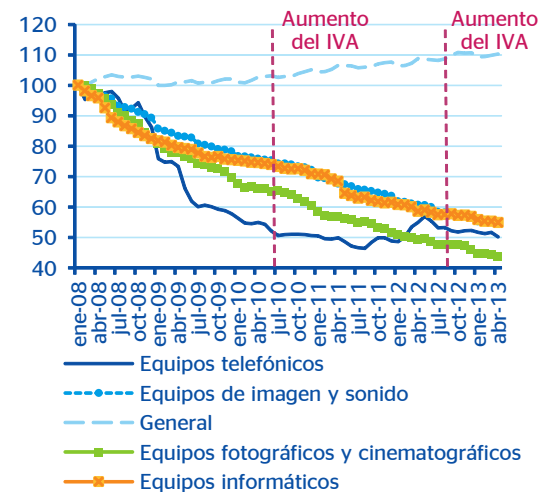
España: ventas reales al por menor de artículos de línea marrón (Datos CVEC; % t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 24

España: precios de consumo de artículos de línea marrón (ene-08 = 100)



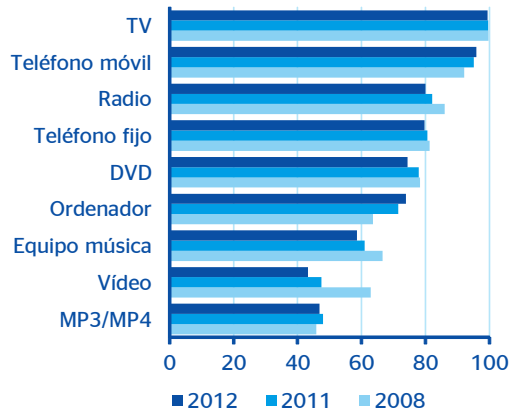
Fuente: BBVA Research a partir de INE

22: Los datos del DIRCE indican que el número de empresas en el sector de fabricación de productos electrónicos de consumo apenas se redujo el 1,0% en el 2012, frente al 1,6% del total. Por su parte, la mortalidad empresarial neta entre los fabricantes de productos informáticos se moderó hasta el 4,1% desde el 8,2% del 2011.

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 25

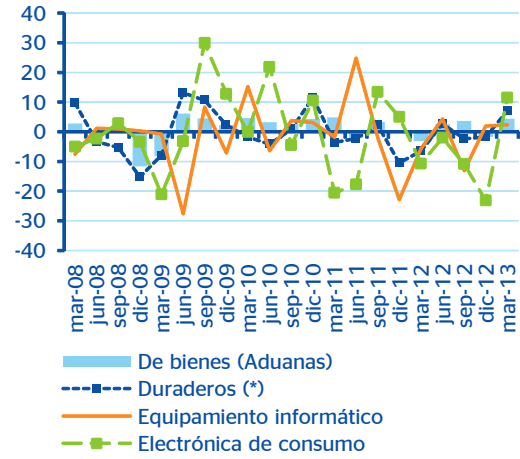
España: tasa de penetración del equipamiento TIC en los hogares (% de hogares)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 26

España: exportaciones reales de artículos de línea marrón (Datos CVEC, % t/t)



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Recuadro 1. Evolución de la tasa de ahorro de los hogares en España: el papel de los fundamentos

Desde comienzos de la década de los 70, la tasa de ahorro de los hogares españoles disminuyó casi 6 puntos porcentuales (pp) hasta situarse en el 10,2% de su renta bruta disponible (RBD) en el año 2006. Esta reducción de la propensión de los hogares a ahorrar no fue exclusiva de la economía española. Como se observa en el Gráfico 27, numerosas economías desarrolladas registraron un comportamiento similar. En 2008, la tendencia cambió. La llegada de la crisis provocó un incremento generalizado de la tasa de ahorro de las familias que, en el caso de España, superó los 7 pp hasta alcanzar el 17,8% en el 2009. En 2010 retomó su senda descendente, que continúa hasta hoy. Así, los hogares españoles finalizaron 2012 ahorrando, tan solo, el 8,1% de su RBD (véase el Gráfico 28).

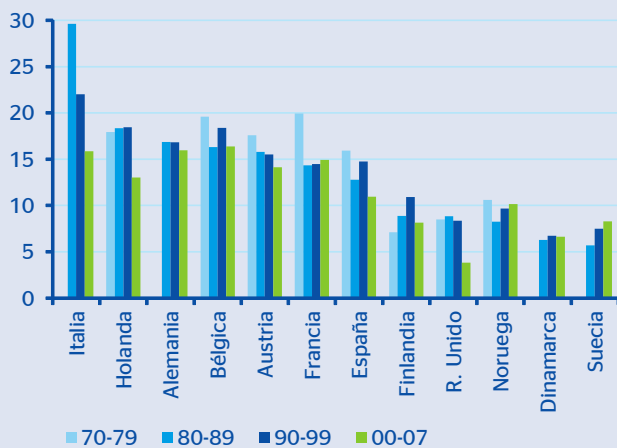
¿Qué explica la evolución del ahorro de los hogares durante el último ciclo recesivo? Si las variaciones de la tasa de ahorro han sido ocasionadas por cambios en sus fundamentales, no se deberían esperar avances significativos en el proceso de desapalancamiento por el lado de la demanda en el corto plazo. Por el contrario, si la

tasa de ahorro se sitúa por debajo de su nivel de equilibrio, los hogares estarían retrasando el ajuste necesario de su gasto en consumo, por lo que cabría presagiar una aceleración de su desapalancamiento a medida que se corrija la escasez relativa de ahorro.

Como se mostrará a continuación, el aumento del ahorro familiar registrado en España en el bienio 2008-2009 y su disminución posterior están causados por los cambios drásticos que han sufrido sus fundamentales. En particular, los resultados de la estimación para el periodo 1981-2012 indican que el envejecimiento de la población, el deterioro de la riqueza inmobiliaria y, sobre todo, la evolución de la renta per cápita fueron los causantes principales de las variaciones del ahorro. Con todo, la reducida tasa de ahorro de los hogares españoles en la actualidad resulta menos alarmante si se tiene en cuenta el ahorro familiar que se canaliza a través de las empresas. De hecho, el ahorro del conjunto del sector privado (hogares y sociedades no financieras) se situó en el 20,1% del PIB a finales del pasado año, 8 puntos por encima de su nivel precrisis y casi 3 puntos mayor que el promedio del último decenio.

Gráfico 27

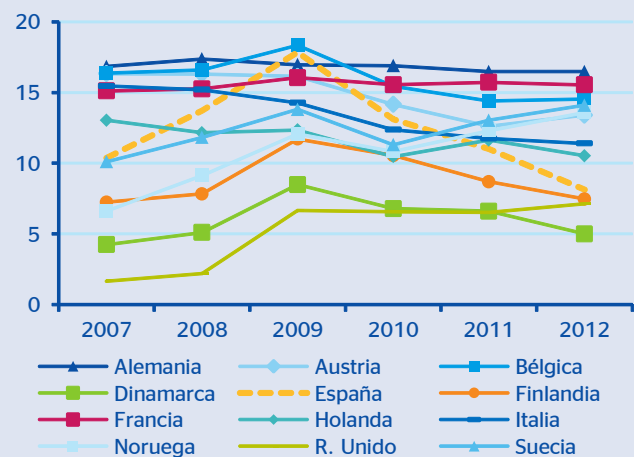
Tasa de ahorro promedio de los hogares (% de la RBD)



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea y OCDE

Gráfico 28

Tasa de ahorro de los hogares (% de la RBD)



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea y OCDE

Fundamentales del ahorro de los hogares

El punto de partida para el análisis de los determinantes del ahorro de los hogares es la teoría del ciclo vital²³, según la cual los individuos tratan de suavizar su gasto a lo largo de la vida con la finalidad de mantener constante la utilidad marginal descontada de su consumo. Por tanto,

los individuos tienden a ahorrar cuando su **renta corriente real** es mayor²⁴, lo que habitualmente sucede cuando se encuentran económicamente activos. En consecuencia, aquellas **economías más envejecidas** exhibirían tasas de ahorro comparativamente menores.

23: Una revisión de la literatura sobre los determinantes microeconómicos del ahorro se puede encontrar en Browning y Lusardi (1996).

24: Si el crecimiento de la renta es interpretado como permanente, el consumo privado podría aumentar y el ahorro, disminuir.

La posibilidad de suavizar el gasto a lo largo del ciclo vital dependerá del coste de oportunidad del consumo presente (es decir, del tipo de interés real) y de la facilidad para prestar y pedir prestado (es decir, de la existencia de restricciones de liquidez). Un aumento del **tipo de interés real** incentiva a los individuos a posponer su consumo en el periodo presente y a incrementar su ahorro. Pero además de este efecto sustitución, existe un efecto renta cuyo signo depende de si los individuos son prestatarios o prestamistas netos. En el primer caso, la subida del tipo de interés real incrementará la carga financiera de su deuda y reducirá su consumo hoy. En el segundo, un mayor tipo de interés elevará el rendimiento de su inversión e incentivará el consumo en detrimento del ahorro. Por tanto, el efecto renta será del signo contrario al efecto sustitución para los prestatarios netos²⁵. En consecuencia, las repercusiones del tipo de interés real sobre la tasa de ahorro agregada de los hogares son ambiguas y dependen de la magnitud relativa de ambos efectos. Cuanto mayor sea el número de hogares que encuentran dificultades para obtener financiación, mayores serán la probabilidad de que el efecto renta sea positivo –reforzando al efecto sustitución– y el incentivo a ahorrar para anticiparse a futuras necesidades de consumo que no podrían ser satisfechas mediante el recurso al crédito.

La existencia de restricciones de liquidez, junto con la incertidumbre sobre la evolución futura de la renta, favorecen el ahorro por motivo de precaución. Otra fuente de incertidumbre es la **evolución de las finanzas públicas**. Según la hipótesis de la equivalencia ricardiana, los individuos –racionales, altruistas y con visión de futuro– internalizan que el endeudamiento público es equivalente a un impuesto diferido, por lo que optarán por incrementar su ahorro presente en previsión de una mayor presión fiscal en el futuro²⁶.

Además del ahorro público, otros factores condicionan las expectativas de renta de los hogares y, por tanto, sus decisiones de gasto y ahorro. El **desempleo** es uno de ellos. En concreto, un aumento de la tasa de paro puede contribuir a elevar el ahorro precautorio de los individuos aversos al riesgo y de aquellos ocupados con una probabilidad mayor de perder su empleo. Del mismo modo, la **inflación** puede capturar una parte del efecto

sobre el ahorro privado de la incertidumbre respecto a la renta futura del hogar. Pero esta no sería la única consecuencia de la inflación. Si los individuos interpretan un cambio de precios relativos como un aumento del nivel general de precios, el consumo podría disminuir y el ahorro privado, aumentar²⁷. La propensión a ahorrar también podría crecer como respuesta a una reducción de la riqueza financiera real del hogar causada por un incremento inesperado de la inflación.

Más allá del efecto indirecto provocado por la inflación, la **riqueza** tiene efectos directos sobre el ahorro. Un aumento permanente de la riqueza real, financiera o inmobiliaria, modera la necesidad de ahorrar para sostener el consumo futuro y facilita la obtención de crédito, lo que podría redundar en un incremento del gasto de los hogares.

La evidencia empírica internacional²⁸ no obtiene resultados concluyentes para los determinantes del ahorro de los hogares recién comentados, excepto para la renta corriente, cuyo efecto positivo sobre el ahorro privado es unívoco, y, en menor medida, para el endeudamiento del sector público. Los motivos de las discrepancias no solo se encuentran en la utilización de muestras de países, ámbitos temporales y métodos de estimación diferentes, sino también en la elección del conjunto de variables.

Modelo, variables y resultados

Con el objetivo de conocer qué factores explican el comportamiento de la tasa de ahorro de los hogares en España, se ha estimado un modelo dinámico de datos de panel para doce países de Europa²⁹ entre 1981 y 2011 en el que tanto los coeficientes de las variables que determinan la tasa de ahorro de equilibrio, como los de las variables que explican las desviaciones con respecto a dicho equilibrio, pueden diferir entre países³⁰. En la especificación elegida, la tasa de ahorro de equilibrio depende de la renta bruta disponible per cápita en términos reales, de la tasa de dependencia³¹, del tipo de interés real de largo plazo, de los pasivos financieros netos de las administraciones públicas (en porcentaje del PIB), de la tasa de inflación y de la riqueza real, tanto financiera (medida a través de los índices MSCI³²) como inmobiliaria (aproximada por los precios de la vivienda).

25: Un tercer efecto del cambio en el tipo de interés real, indirecto y difícil de cuantificar, viene dado por su repercusión sobre la riqueza, tanto financiera como no financiera. Así, un ascenso del tipo de interés reduce el valor real de los activos de renta fija y de los de renta variable si el flujo de ingresos procedente de los mismos no crece, al menos, proporcionalmente. Del mismo modo, un mayor tipo de interés menoscaba el valor presente descontado de la corriente futura de renta del individuo, lo que modera su consumo e incentiva su ahorro con la finalidad de mantener constante su riqueza real.

26: Véase Elmendorf y Mankiw (1999) para una revisión de la literatura sobre la hipótesis de la equivalencia ricardiana y sus implicaciones.

27: Deaton (1977) muestra que cuando los individuos interpretan un aumento del precio relativo de un producto como un incremento generalizado de los precios, reducen su gasto agregado en consumo.

28: Resumida en Bérubé y Côté (2000), de Serres y Pelgrin (2003) y Hüfner y Koske (2010), entre otros.

29: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia, Noruega, Reino Unido y Suecia.

30: Siguiendo los trabajos de Pesaran y Smith (1995), Pesaran, Shin y Smith (1999) y Haque, Pesaran y Sharma (1999) se estima un modelo de corrección del error con datos de panel no estacionarios. Véase el Anexo para más detalles.

31: La tasa de dependencia se define como el número de mayores de 65 años por cada persona en edad de trabajar.

32: Elaborados por Morgan Stanley Capital International, los índices MSCI reflejan la evolución del valor de las empresas cotizadas de cada país. Más detalles en:

<http://www.msci.com/products/indices/>

El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

Las desviaciones con respecto al nivel de equilibrio son causadas por las variaciones del tipo de interés, de la inflación, de la riqueza y del diferencial entre la tasa de desempleo observada y su nivel estructural, conocido como NAIRU³³.

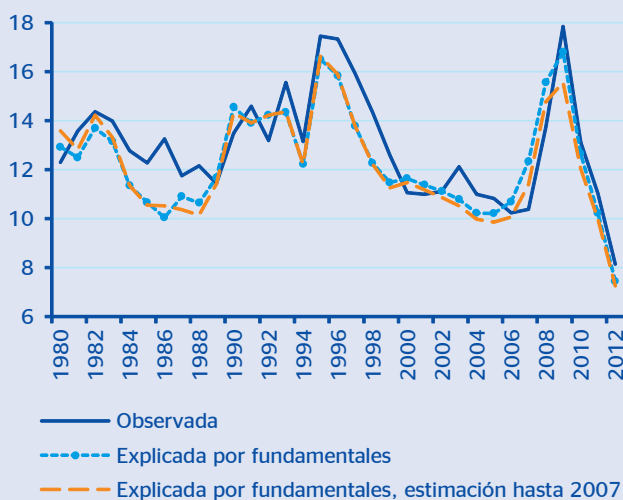
Los resultados para España –recogidos en el Cuadro A.1 del Anexo– muestran que la tasa de ahorro de equilibrio responde positivamente a la renta corriente real, al tipo de interés real de largo plazo y al nivel de endeudamiento neto del sector público³⁴. En particular, la sensibilidad de la tasa de ahorro de los hogares españoles a la renta es mayor que la del promedio de los doce países considerados. Así, un crecimiento de la renta disponible real por habitante de un 1% elevaría la tasa de ahorro de equilibrio en torno a 8 décimas en España frente a la mejora de 5 décimas del promedio.

Como era de esperar, aumentos permanentes de la tasa de dependencia y de la riqueza –principalmente, inmobiliaria– reducen el ahorro. Destaca la importancia relativa del envejecimiento de la población. Los resultados indican que la tasa de ahorro de equilibrio disminuiría casi 4 pp ante un incremento de 1 pp de la tasa de dependencia, más del doble que la caída experimentada por el conjunto de los doce países³⁵. Por último, se advierte que la

inflación no tiene un efecto significativo sobre el ahorro de los hogares en España, pero sí en el agregado de Europa.

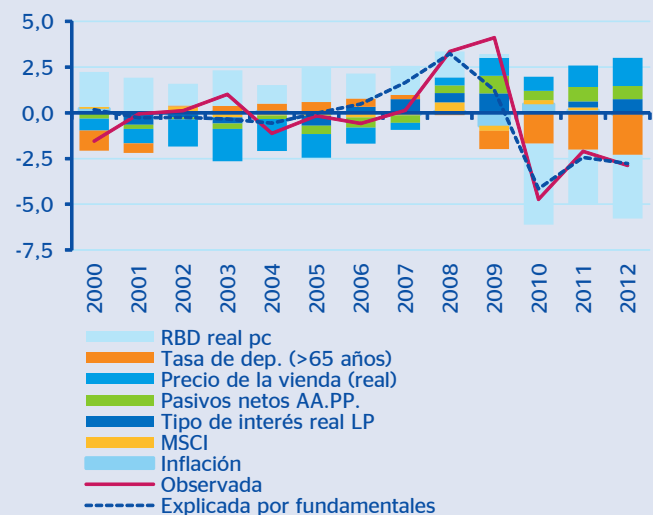
El Gráfico 29 revela que el ajuste de la tasa de ahorro de los hogares españoles es consecuente con la evolución de sus fundamentales, incluso durante el último ciclo recesivo y/o si se toma como referencia la relación estructural estimada con datos hasta el año 2007. Centrando la atención en el último quinquenio, se observa que los cambios experimentados por la renta disponible y por la tasa de dependencia son los responsables principales de las variaciones recientes de la tasa de ahorro. El aumento de la renta y de los tipos de interés reales, junto con la reducción de la riqueza y la acumulación de pasivos por parte de las administraciones públicas explicaron gran parte del repunte de la propensión a ahorrar en el periodo 2008-2009. Desde el 2010, la caída abrupta y duradera de la renta se unió al incremento de la ratio de dependencia –provocado por la llegada a la edad de jubilación de cohortes numerosas y la reversión de los flujos migratorios registrados durante la fase expansiva precedente–, lo que causó el desplome de la tasa de ahorro. El deterioro de la riqueza y el ascenso del tipo de interés real impidieron un retroceso mayor (véase el Gráfico 30).

Gráfico 29
España: tasa de ahorro de los hogares (% de la RBD)



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea y OCDE

Gráfico 30
España: contribuciones a la variación anual de la tasa de ahorro de equilibrio de los hogares (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea y OCDE

33: En una versión previa del modelo se incluyó la ratio de crédito sobre PIB como determinante de la tasa de ahorro de equilibrio. El objetivo era capturar las consecuencias que la sofisticación financiera y la mayor facilidad de acceso al crédito han tenido sobre la reducción de la propensión a ahorrar de los hogares durante las últimas décadas. Sin embargo, el efecto del crédito sobre el ahorro no es concluyente. Los motivos son, al menos, tres. El primero es que el crédito en porcentaje del PIB también estaría capturando las repercusiones del endeudamiento sobre el ahorro. Así, la necesidad de ahorrar de un hogar podría crecer cuanto más endeudado esté. El segundo es que su efecto podría estar recogido en las variables de riqueza: cuanto mayor es la riqueza real de un hogar, mayor es su colateral y, por tanto, más sencillo obtener financiación. El tercero es que se trata de una aproximación imperfecta a la facilidad de acceso al crédito. Para cuantificar el papel jugado por las restricciones de liquidez sería necesario contar con una variable que recogiera factores exclusivos de oferta de crédito.

34: El efecto del endeudamiento público sobre el ahorro privado es limitado, en línea con lo encontrado por de Castro y Fernández (2009).

35: De hecho, la tasa de dependencia solo es relevante para explicar el ahorro de equilibrio en Dinamarca y en España.

A pesar de que sus fundamentales respaldan el comportamiento reciente de la tasa de ahorro de los hogares españoles, se detecta un desequilibrio ocasionado, principalmente, por el aumento de la incertidumbre asociado a la evolución del desempleo. Como indica el Gráfico 31, el déficit de ahorro del 2007 tiene su origen en una brecha de desempleo negativa, es decir, los hogares redujeron su ahorro precautorio dada la caída del componente cíclico de la tasa de paro. En el 2008, el deterioro de la riqueza financiera, interpretada por los hogares como transitoria, contribuyó a situar el ahorro por debajo de su nivel de equilibrio. Desde el 2009, el desempleo cíclico se desboca, lo que incentiva a los hogares a ahorrar más de lo justificado por los fundamentos.

¿Hogares o sector privado?

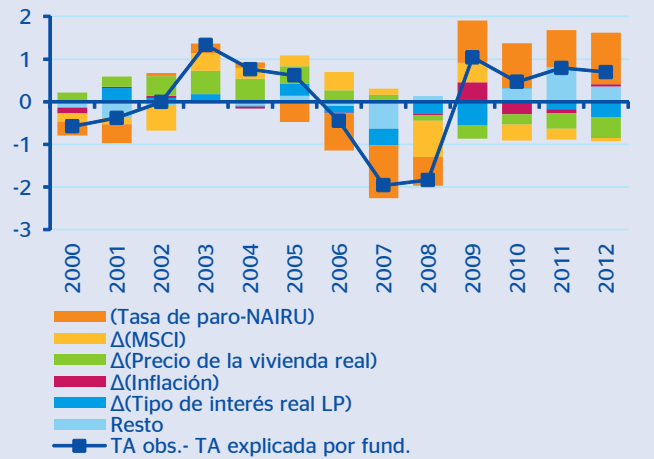
La disminución de la tasa de ahorro hasta mínimos históricos resulta preocupante porque condiciona el ritmo de desapalancamiento futuro de los hogares y aumenta su fragilidad ante futuras perturbaciones negativas en su renta. Sin embargo, la situación es menos inquietante si se considera el ahorro familiar que se canaliza a través de

las empresas no financieras. La evidencia empírica indica que el ahorro de los hogares y el de las empresas son, en cierta medida, sustitutivos³⁶. El motivo es que, en última instancia, las empresas son propiedad de los hogares. Por tanto, si una empresa decide incrementar su ahorro -por ejemplo, reteniendo beneficios- sus propietarios podrían optar por reducir su ahorro individual si consideran que su riqueza neta ha crecido. A este fenómeno se le conoce como "levantamiento del velo corporativo"³⁷.

Los datos representados en el Gráfico 32 muestran que existe una relación negativa -probablemente, no lineal- entre el ahorro empresarial y el familiar en aquellas economías que han experimentado un deterioro de este último. En el caso de España, la participación del ahorro de los hogares en el PIB se redujo más de 7 pp desde el 2009, lo que fue compensado por un aumento de 5 pp del ahorro de las sociedades no financieras. En consecuencia, el ahorro del conjunto del sector privado tan solo bajó 2 pp entre 2009 y 2012, hasta situarse en el 20,1% del PIB el pasado año, todavía 8 pp por encima de su nivel precrisis.

Gráfico 31

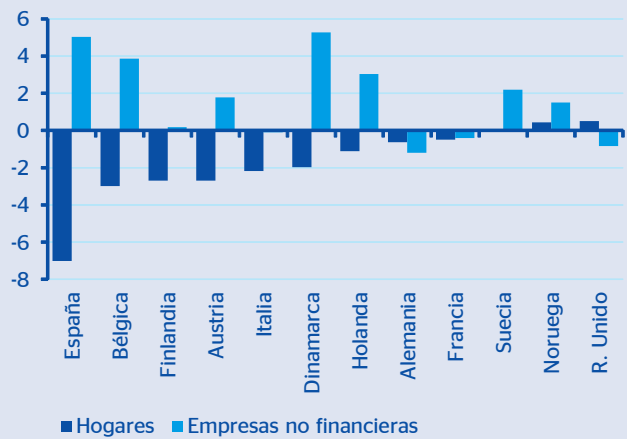
España: determinantes de la diferencia entre la tasa de ahorro observada y la explicada por fundamentales (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea y OCDE

Gráfico 32

Ahorro del sector privado en porcentaje del PIB: variación 2009-2012* (pp)



* 2009-2011 para Austria y Bélgica

Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

En síntesis, la evolución de la tasa de ahorro de los hogares españoles durante la crisis actual responde al comportamiento de sus fundamentos, por lo que no se deberían esperar avances significativos en el ritmo de desapalancamiento a corto plazo por el lado de la demanda. El envejecimiento de la población y, sobre todo, el retroceso de la renta disponible explican la caída reciente de la propensión a ahorrar de las familias, que sería todavía mayor si el aumento del desempleo

por encima de su nivel estructural no estuviese induciendo a los hogares a ahorrar, por motivos precautorios, más de lo justificado por los fundamentos. Con todo, el escenario es menos perturbador si se analiza el sector privado en su conjunto. Las sociedades no financieras han incrementado su ahorro en más de 9 puntos del PIB durante el último ciclo, lo que ha compensado la reducción del ahorro de sus propietarios últimos, los hogares.

36-Véase Cardarelli y Ueda (2006).

37: Entre otros factores, la existencia de restricciones de liquidez, la consideración del aumento de la riqueza como transitorio o la reinversión de los beneficios retenidos en proyectos no exitosos provocan que la sustituibilidad entre ahorro familiar y empresarial no sea perfecta.

Referencias

Bérubé, G. y D. Côté (2000): "Long-Term Determinants of the Personal Savings Rate: Literature Review and Some Empirical Results for Canada", Bank of Canada, Working Paper 2000-3.

Browning, M. y A. Lusardi (1996): "Household saving: macro theories and micro facts", *Journal of Economic Literature*, 34, 1797-1855.

Cardarelli, R. y K. Ueda (2006): "Awash with cash: Why are corporate savings so high? En FMI: *World Economic Outlook. April 2006: Globalization and Inequality*. Ch. IV, 135-159.

De Castro, F. y J. L. Fernández (2009): "The Relationship between Public and Private Saving in Spain: Does Ricardian Equivalence Hold?", Banco de España Working Paper No. 0923.

Deaton, A. S. (1977): "Involuntary Savings Through Unanticipated Inflation", *The American Economic Review*, 67, 899-910.

De Serres, A., F. Pelgrin (2003): "The decline in private saving rates in the 1990s in OECD countries: How much can be explained by non-wealth determinants?", *OECD Economic Studies*, No. 36, 2003/1, 117-153.

Elmendorf, D. y N. G. Mankiw (1999): "Government debt". En J. B. Taylor y M. Woodford (eds.): *Handbook of Macroeconomics*. Ed. 1, Vol. 1, 1615-1669. Elsevier.

Haque, N. U., H. M. Pesaran y S. Sharma (1999): "Neglected Heterogeneity and Dynamics in Cross-Country Savings Regressions", IMF Working Paper No. 99/128.

Hüfner, F. e I. Koske (2010): "Explaining Household Saving Rates in G7 Countries: Implications for Germany", OECD Economics Department Working Papers, No. 754.

Pesaran, M. H. y R. P. Smith (1995): "Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels", *Journal of Econometrics*, 68, 79-113.

Pesaran, M. H., Y. Shin y R. P. Smith (1999): "Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels", *Journal of the American Statistical Association*, 94: 621-634.

Anexo

Modelo

Siguiendo Pesaran y Smith (1995) y Pesaran, Shin y Smith (1999), se asume que la tasa de ahorro de los hogares (S) en cada país i ($i=1, \dots, 12$) sigue un proceso autorregresivo de retardos distribuidos (ARDL) ($1, q_1, \dots, q_{1k}$):

$$S_{it} = \lambda S_{it-1} + \sum_{j=0}^q \delta_{ij} X_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (t=1981, \dots, 2011) \quad [1]$$

donde $X_{i,t}$ es un vector $k \times 1$ de variables explicativas (en nuestro caso, el tipo de interés real de largo plazo, TIRLP; la tasa de crecimiento del deflactor del consumo, \lnCONS ; la renta bruta disponible por habitante en términos reales, \lnRBDRpc ; la tasa de dependencia, TD; los pasivos financieros netos de las AA. PP. en porcentaje del PIB, \lnPVR ; y los índices MSCI, \lnMCSI), μ_i es un efecto fijo de

cada país y ε_{it} , un término de error independientemente distribuido a lo largo de i y t .

Si las variables están cointegradas³⁸ y los regresores son estrictamente exógenos se puede expresar [1] como un mecanismo de corrección del error:

$$\Delta S_{it} = \phi_i (S_{it-1} - \theta_i' X_{i,t}) + \lambda S_{it-1} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta X_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

$\phi_i = (\lambda_i - 1) < 0$ denota la velocidad de convergencia a la tasa de ahorro de equilibrio, $\theta_i = \sum_{j=0}^q \delta_{ij} / (1 - \sum_k \lambda_{ik})$ contiene la relación de equilibrio entre las variables y $\delta_{ij}^* = -\sum_{m=j-1}^q \delta_{im}$ $j = 1, 2, \dots, q-1$ el desequilibrio de corto plazo.

En el caso que nos ocupa, la ecuación finalmente estimada por máxima verosimilitud es la siguiente:

$$\Delta S_{it} = \phi_i (S_{it-1} - \theta_{0i} - \theta_{1i} \lnRBDRpc_{it} - \theta_{2i} TD_{it} - \theta_{3i} TIRLP_{it} - \theta_{4i} \lnCONS_{it} - \theta_{5i} \lnPRV_{it} - \theta_{6i} \lnMCSI_{it}) + \delta_{7i} \Delta TIRLP_{it} + \delta_{8i} \Delta \lnCONS_{it} + \delta_{9i} \Delta \lnPRV_{it} + \delta_{10i} \Delta \lnMCSI_{it} + \delta_{11i} (TP_{it} - NAIRU_{it}) + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

38: Los resultados de los contrastes de raíces unitarias y de cointegración en panel están a disposición del lector interesado.

Cuadro A.1.

Estimación de los determinantes de la tasa de ahorro bruta de los hogares, 1981-2011

	Europa(*)					
	España		Estimación no ponderada (Mean Group)		Estimación ponderada (Pooled Mean Group)	
	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
Tasa de ahorro de equilibrio						
TIRLP	0,552	0,000	0,114	0,737	0,535	0,000
dlnDCONS	0,153	0,367	0,811	0,054	0,919	0,000
lnRBDRpc	0,839	0,000	0,505	0,000	0,453	0,000
TD	-3,684	0,000	-0,798	0,293	-1,386	0,000
PFNAAPP	0,083	0,001	-0,012	0,769	0,084	0,000
lnPRV	-0,133	0,000	-0,122	0,000	-0,053	0,000
lnMSCI	-0,010	0,112	-0,010	0,168	0,001	0,642
Desviación del equilibrio						
Coeficiente de convergencia al eq.	-0,923	0,000	-0,766	0,000	-0,384	0,000
Δ (TIRLP)	-0,267	0,008	0,059	0,438	-0,080	0,049
Δ (dlnDCONS)	-0,091	0,434	-0,211	0,020	-0,307	0,000
(TP-NAIRU)	0,316	0,000	0,294	0,214	0,013	0,915
Δ (lnPRV)	0,038	0,026	0,002	0,926	-0,039	0,119
Δ (lnMSCI)	0,015	0,003	0,009	0,019	0,001	0,749
# de obs. (NxT)			370			370
Log. de verosimilitud			-332,249			-493,493
RECM			0,463			1,040
Test de Hausman (MG vs. PMG)			Chi2(7) = 35,890; P>Chi2 = 0,000			

(*) Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia, Noruega, R. Unido y Suecia.

(*) Se incluye una constante en la relación de cointegración.

Fuente: BBVA Research

4. Financiación al consumo

La evolución reciente del crédito al consumo en España viene marcada por la persistencia de niveles de desempleo elevados, la menor renta disponible, el redimensionamiento del sector inmobiliario, el ajuste fiscal y la continuidad del desapalancamiento de los hogares. Sin embargo, el ritmo de deterioro se ha moderado significativamente. En abril, el crédito a familias no destinado a la adquisición de vivienda (consumo y otros) descendió el 5,5% frente al retroceso de dos dígitos de seis meses antes.

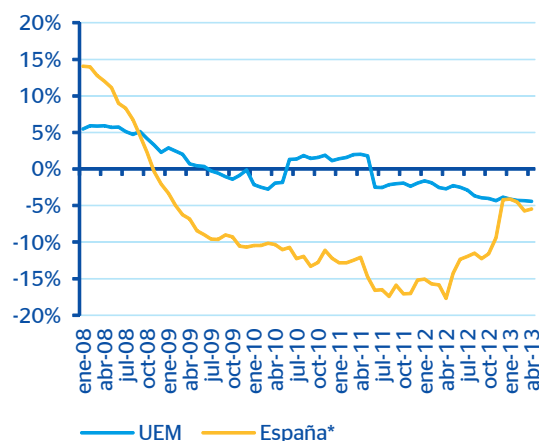
Se modera la caída

Si bien el crédito al consumo en España mantiene la tendencia decreciente iniciada en el año 2008, el saldo vivo se reduce cada vez a un ritmo menor, semejante al registrado en el conjunto de la zona del euro (véase el Gráfico 33). En consecuencia, el stock actual de crédito al consumo es similar al de mediados del 2004.

El proceso de desapalancamiento ha provocado que la ratio de crédito al consumo sobre PIB se reduzca hasta el 5,9% en abril, inferior a la media de la eurozona (6,5%). Como se puede observar en el Gráfico 34, la ratio española ha disminuido en 442 puntos básicos (pb) desde su máximo y ha convergido a valores similares a la media europea. El descenso en los niveles de endeudamiento ha podido compensar el ligero incremento de los costes de financiación, por lo que la carga financiera por crédito al consumo se ha mantenido estable en el entorno del 6% de su renta disponible durante los primeros meses del 2013. Estos niveles son menores que los registrados en el 2008, cuando la carga financiera por este concepto llegó a alcanzar el 8,8%.

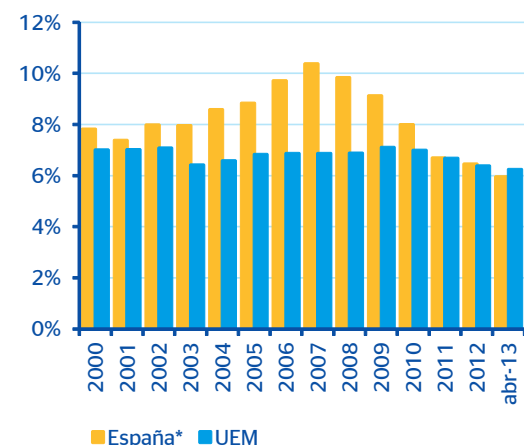
El aumento de los precios del crédito al consumo aplicados en España tiene su origen, entre otros motivos, en el incremento del coste de financiación de las entidades financieras de las economías periféricas provocado por la inadecuada transmisión de la política monetaria. En particular, los datos muestran que el tipo de interés de los préstamos al consumo a más de cinco años en España alcanzó el 9,6% en abril frente al 7,9% en Alemania o el 7,7% en la zona del euro (véase el Gráfico 35).

Gráfico 33
Evolución del crédito al consumo (% a/a)



* Crédito al consumo gestionado: incluye titulizaciones
Fuente: BBVA Research a partir de BdE y BCE

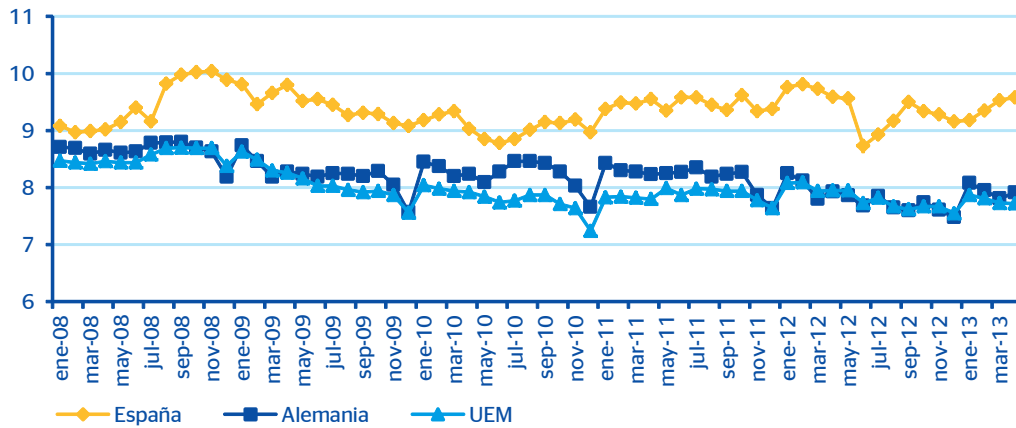
Gráfico 34
Crédito al consumo sobre PIB (%)



* Crédito al consumo gestionado: incluye titulizaciones
Fuente: BBVA Research a partir de BdE, BCE e INE

Gráfico 35

Tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito al consumo (más 5 años, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

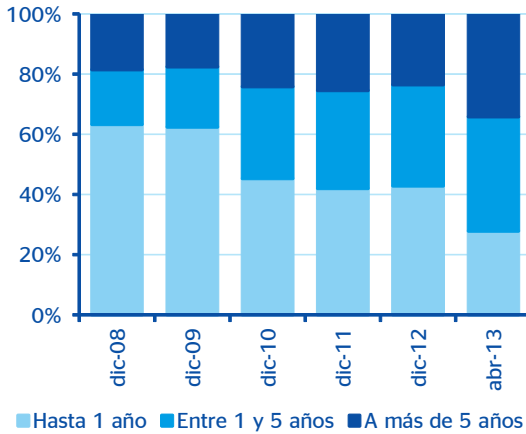
Las nuevas operaciones de financiación al consumo siguen mostrando un mayor peso de los plazos de concesión más largos. En términos generales, las operaciones a más largo plazo suelen asociarse con un menor riesgo de crédito y con frecuencia incorporan garantías, por lo que es razonable que su importancia relativa aumente durante la crisis. Por ejemplo, de las operaciones firmadas hasta abril de 2013, un 27,9% fueron a plazos inferiores a un año, un 38,0% a un plazo entre uno y cinco años y un 34,2% a plazos superiores a los cinco años (véase el Gráfico 36). En todos los plazos, los tipos de interés medios han aumentado ligeramente con respecto a los observados un año antes.

La oferta se recupera pero la demanda continúa débil

Respecto a la oferta, las entidades se encuentran en una situación diferente a la hora de conceder crédito. Durante los trimestres pasados, en plena crisis de deuda soberana, todas las entidades españolas se vieron fuertemente afectadas por las restricciones de liquidez en los mercados europeos. Desde el anuncio por parte del BCE de su programa OMT y los test de estrés realizados a la banca el verano pasado, algunas entidades han podido volver a emitir deuda (y cada vez, a plazos más largos), y el mercado ha vuelto a diferenciar entre ellas, si bien los precios pagados por la financiación todavía son elevados dada la situación cíclica de la economía. Además, el cumplimiento de los planes de reestructuración por parte de las entidades que recibieron capital público les impide una concesión agresiva de nuevo crédito. En este marco, hay una parte mayoritaria del sistema financiero español que ya ha saneado sus balances y comienza a estar en una mejor situación para la concesión de crédito al consumo.

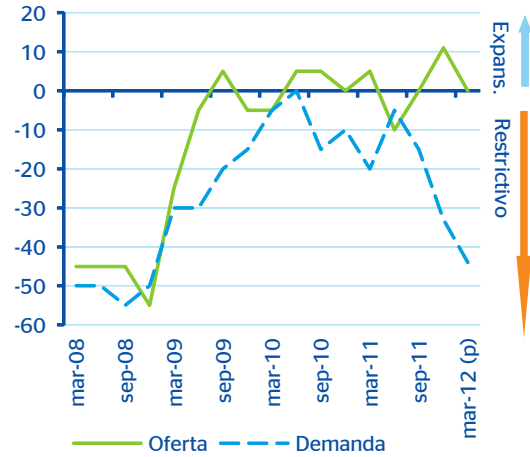
Por su parte, la demanda de financiación al consumo continúa débil, como refleja la Encuesta de Préstamos Bancarios (véase el Gráfico 37). Dada la atonía del consumo y la caída prevista de la renta disponible de los hogares, no se prevé una recuperación de la demanda a corto plazo.

Gráfico 36
España: distribución por plazo de las nuevas operaciones de crédito al consumo (%)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 37
España: encuesta de préstamos bancarios (préstamo al consumo y otros)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

A futuro, se espera que la tendencia decreciente del crédito al consumo se mantenga en los próximos meses. El componente de demanda tiene un peso significativo para explicar este comportamiento. En un entorno de menor capacidad adquisitiva, desempleo en máximos y presión impositiva es de prever que continúe el desapalancamiento de las familias. Por otra parte, el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos y la progresiva dilución de las tensiones soberanas podrían provocar que los tipos de interés del crédito al consumo inicien una tendencia ligeramente descendente en los próximos trimestres. Este hecho, unido a que las condiciones de concesión también se irán relajando, dará lugar a una oferta de crédito al consumo que tenderá a ser algo más expansiva. La parte del sistema financiero que ya ha depurado sus balances estará en situación de aumentar su oferta de crédito según vayan mejorando las condiciones económicas.

Recuadro 2. El consumidor ante el mercado de la financiación al consumo

Javier Moríñigo - Departamento de Transformación de Negocio. Área de Transformación y Procesos. BBVA

Introducción

La financiación al consumo constituye un elemento fundamental del proceso de compra de ciertos productos (principalmente, bienes duraderos y servicios) cuya adquisición suele suponer un desembolso relativamente elevado para el consumidor, lo que le permite distribuir intertemporalmente su gasto de un modo óptimo. A la hora de efectuar la compra, el consumidor puede optar entre la financiación ajena, ofrecida por bancos y cajas, y la asociada a la compra, haciendo uso de los mecanismos de financiación ofrecidos por el vendedor y respaldados por una entidad financiera de crédito (EFC).

Dentro del panorama nacional de las EFCs, se distinguen tres modelos:

1. En primer lugar, se encuentran las denominadas financieras de marca. Se trata de EFCs propiedad de las empresas que comercializan el producto cuya adquisición se financia. En numerosas ocasiones, esta modalidad de financiación supone un negocio cautivo al vincular una determinada promoción o descuento sobre un producto a la obtención del préstamo con la propia financiera.
2. En segundo lugar, se distinguen las entidades financieras propiedad de grupos bancarios. Este tipo de entidades son independientes de sus matrices, cuentan con una red comercial propia y presentan una estructura paralela que facilita la atención personalizada de sus empresas colaboradoras. A pesar de su independencia, presentan sinergias con la entidad financiera matriz que les permiten ofrecer, tanto a consumidores como a colaboradores, una serie de servicios y productos adicionales a la propia financiación.
3. Por último, se encuentran los establecimientos financieros de crédito puros, que son intermediarios independientes que no pueden captar fondos reembolsables del público. Se trata de sociedades anónimas especiales que se dedican a la realización de operaciones de crédito, concesión de avales y garantías, arrendamiento financiero, *factoring* y emisión y gestión de tarjetas. Por tanto, centran su actividad en ofrecer financiación al consumidor. En general, no cuentan con una red propia de sucursales, sino que realizan acuerdos de colaboración con los distribuidores -de bienes de consumo y de automóvil-, quienes ofrecen la financiación de sus productos a través de las EFCs.

El vínculo entre las EFCs y las empresas colaboradoras

La relación entre las entidades financieras y los colaboradores es un aspecto crucial del funcionamiento de la financiación al consumo. El vínculo debe formalizarse mediante un contrato previo de colaboración, en el que se otorga a los colaboradores una función amplia ya que no sólo actuarán en la gestión de intereses ajenos, sino que pasarán a formar parte de la labor de distribución comercial de los productos financieros (Leña, 2011)³⁹. Se convierten, por tanto, en un eslabón más de la cadena de distribución de los mismos.

En el caso de los establecimientos financieros de crédito puros y los pertenecientes a grupos bancarios, la colaboración permite el aprovechamiento de la red de distribución de las empresas por parte de las entidades financieras.

Garantías del cliente

Con la finalidad de evitar situaciones de sobreendeudamiento, la nueva ley de crédito al consumo⁴⁰ obliga a la entidad financiera de crédito a procurar asistencia al consumidor para que éste pueda valorar si las condiciones del crédito se ajustan a sus intereses, necesidades y situación financiera. Además, establece la obligación previa de evaluar la solvencia del consumidor a partir de la información facilitada por éste y la consultada en los ficheros de solvencia patrimonial, entre otros datos.

A la hora de financiar el producto, el cliente debe poder optar por varias alternativas. Para garantizar el derecho de elección del consumidor, la nueva normativa refuerza la obligación de suministro de información por parte de la entidad financiera y trata de facilitar a los solicitantes de un crédito al consumo la comparación entre distintas alternativas. Para ello, se establecen requisitos mínimos de información en la publicidad de los créditos al consumo y en la información previa al contrato.

Una de las novedades con respecto a la ley anterior es que la información previa a la contratación que se refiera a la relación contractual con el cliente debe estar recogida en papel o en cualquier otro tipo de soporte duradero. Dicha información, recopilada en el documento INE (información normalizada europea sobre el crédito al consumo), debe ser facilitada al consumidor, quien procederá a su firma con anterioridad a la contratación del préstamo.

39: Leña, E. (2011): "El Contrato de Agencia y La Comisión Mercantil", *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 56, 135-223

40: Para un análisis de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, véase el Recuadro 1 de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre del 2011: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1111_Situacionconsumo.tcm346-281278.pdf?ts=562013

Por último, las entidades financieras deben recoger toda la información básica del contrato, con el desglose de los gastos y costes, las consecuencias en caso de impago, las garantías, el detalle de los derechos del consumidor y el producto financiado.

El papel de los colaboradores

Junto con la mejora de información, la posición de las empresas colaboradoras respecto a las entidades financieras de crédito es relevante para que el cliente pueda tomar una decisión acertada la hora de efectuar la compra y financiar el bien. No hay que olvidar que es el propio colaborador el encargado de informar a los clientes de las características de la financiación asociada

a la compra. Por ello, las entidades financieras tienen la obligación de formar a sus empresas colaboradoras.

Evolución reciente

Según los datos suministrados por ASNEF en su informe de actividad del sector con las cuentas de resultados a 31 de diciembre de 2012, la actividad de las entidades propiedad de los grupos bancarios se incrementó el 3,1% el pasado año frente al retroceso de las restantes EFCs. Así, la actividad de los establecimientos financieros de crédito puros se redujo el 12,8%, la de las financieras de automóviles el 6,3% y la de las financieras de consumo, el 16,6%.

5. Análisis de la situación económica del comercio al por menor mediante la encuesta BBVA de tendencias de negocio. Primer semestre del 2013⁴¹

Con la finalidad de complementar el análisis de la situación económica del comercio al por menor en España y su interrelación con la oferta y la demanda de crédito, BBVA Research puso en funcionamiento la Encuesta de Tendencias de Negocio (ETN) en diciembre del 2010 con periodicidad semestral. La ETN está dirigida a los gestores y directores del departamento de *Consumer Finance* de BBVA en España dedicados a la comercialización de préstamos al consumo (canal prescriptor) en los sectores que distribuyen bienes –principalmente, duraderos– y servicios al por menor⁴².

El cuestionario de la ETN se estructura en tres secciones. La primera contiene información sobre el ámbito de actuación del encuestado (comunidad autónoma, provincia y sectores de actividad de sus empresas colaboradoras); en la segunda se pregunta al participante en la encuesta su valoración sobre la situación económica –actual y prevista– de los sectores en los que opera y del conjunto de la economía. En la tercera, los encuestados evalúan el comportamiento presente y futuro de la oferta y de la demanda de crédito en su ámbito de actuación⁴³.

A continuación se presentan los resultados de la ETN correspondiente al primer semestre del 2013, que recoge la valoración de los encuestados sobre la primera mitad del año en curso y sus expectativas para la segunda.

ETN 1S13: ralentización del deterioro y mejora de las expectativas

El Gráfico 38 muestra que la percepción de los encuestados sobre la situación de la economía española ha seguido retrocediendo durante el primer semestre del 2013, pero a un ritmo significativamente menor que el registrado durante el segundo del pasado año. En el 1S13, la diferencia entre el porcentaje de respuestas que indican un avance de la economía y el porcentaje de los que sugieren un empeoramiento –habitualmente utilizada como un indicador de la situación económica– se ha situado en los –54,1 puntos, 23,7 puntos más que en el 2S12. La disminución de las tensiones financieras iniciada el pasado semestre, la resistencia al alza de las primas de riesgo y el retorno gradual de los flujos de capital continúan mejorando las expectativas de los agentes sobre el panorama de la economía española. Al respecto, los participantes en la ETN esperan que el deterioro económico se ralentice durante la segunda mitad del 2013: el 73,7% de los encuestados opina que la situación de la economía no se agravará en el 2S13, frente al 43,9% que no aprecia un retroceso en el 1S13.

La valoración del estado actual y las perspectivas de la economía española están condicionadas por el ámbito de actuación del encuestado. Como se advierte en el Gráfico 39, el saldo de repuestas varía entre regiones⁴⁴. Durante el primer semestre del 2013, el empeoramiento de la situación económica declarado por los participantes en la ETN residentes en la región Sur y,

41: Se agradece la participación en las encuestas de los gestores y directores de oficina del departamento de *Consumer Finance* de BBVA.

42: En concreto, las actividades analizadas son las de venta y reparación de vehículos de motor y motocicletas; el comercio al por menor de equipos para las tecnologías de la información y las comunicaciones; el de artículos de ferretería, pintura y vidrio; el de aparatos electrodomésticos; el de mobiliario; el de productos cosméticos e higiénicos y el de otros productos cuya venta no se realiza en establecimientos especializados. También se incluyen otras actividades crediticias relacionadas con la concesión de préstamos por instituciones no dedicadas a la intermediación monetaria (en particular, préstamos al consumo).

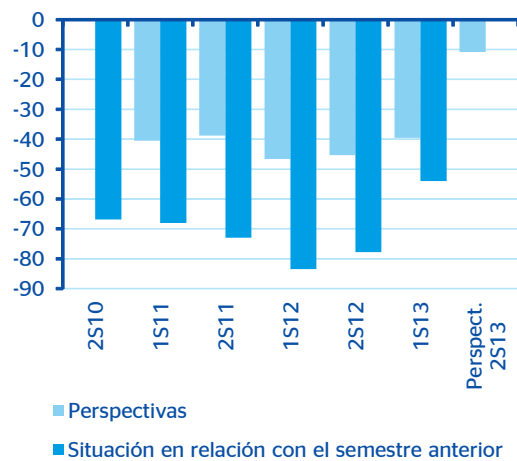
43: Nótese que las preguntas hacen referencia al conjunto del mercado y no a la política seguida por BBVA.

44: Con la finalidad de preservar la confidencialidad de los participantes en la encuesta y evitar problemas de representatividad, se proporcionan resultados agregados para siete grupos de CC.AA. que constituyen Unidades Territoriales Estadísticas de nivel 1 (NUTS1). Estos son: Noroeste (Galicia, Asturias y Cantabria); Noreste (País Vasco, Navarra, Rioja y Aragón); Madrid (Comunidad de Madrid); Centro (Castilla y León, Castilla-La Mancha y Extremadura); Este (Cataluña, Comunidad Valenciana e Islas Baleares); Sur (Andalucía, Murcia, Ceuta y Melilla) y Canarias (Islas Canarias).

sobre todo, en la Centro fue inferior al promedio nacional. Por el contrario, los encuestados de las regiones Norte y Madrid manifiestan un agravamiento de la coyuntura comparativamente mayor. Al igual que en los semestres precedentes, las expectativas mejoran en todas las CC.AA., especialmente en la región Centro, en donde se prevé una expansión de la actividad económica.

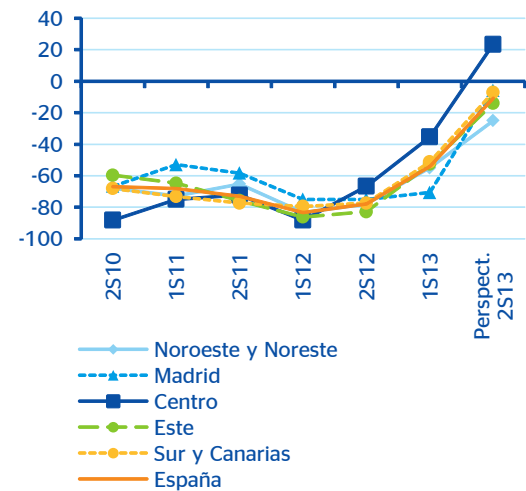
En línea con los resultados obtenidos para el conjunto de la economía, el deterioro de la percepción sobre la situación económica de todos los sectores de actividad entre enero y junio del año en curso ha sido menor que el declarado durante el segundo semestre del 2012, pero mayor de lo previsto hace seis meses (véase el Gráfico 40). Entre las actividades analizadas destaca la tibia mejoría del estado del comercio minorista de mobiliario. Con seguridad, la debilidad de las ventas de muebles asociada a la prolongación del ajuste del sector de la construcción explica este resultado. Al igual que la economía española, se espera que la situación de todos los sectores continúe empeorando en la segunda mitad del 2013, si bien a un ritmo menor que el estimado durante el último año.

Gráfico 38
Percepción sobre la situación de la economía española: saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)



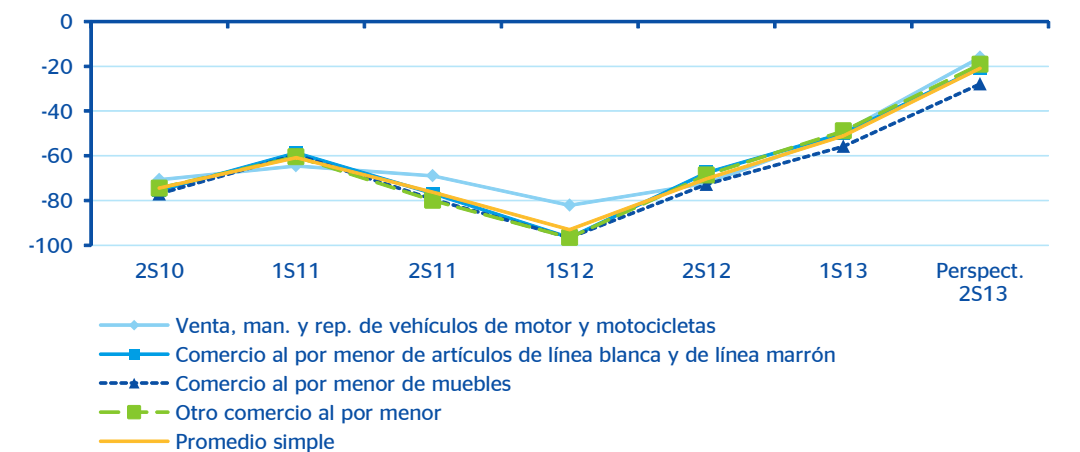
Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 39
Percepción sobre la situación de la economía española en cada región: saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)



Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 40
Percepción sobre la situación económica de cada sector: saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)

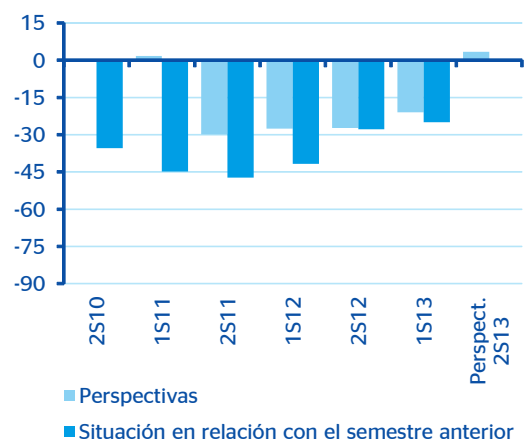


Fuente: BBVA Research (ETN)

La percepción sobre evolución del crédito concedido por el conjunto de instituciones financieras es un reflejo de la incertidumbre sobre la coyuntura económica apreciada por los encuestados. Al respecto, los participantes en la ETN consideran que la oferta y, sobre todo, la demanda de crédito en España han disminuido durante la primera mitad del año en curso, pero menos de lo que lo hicieron durante el 2S12 (véanse los Gráficos 41 y 42). En particular, la proporción de encuestados que piensa que la oferta se contrajo entre enero y junio alcanzó el 40,5%, 3,3 pp menos que en el 2S12; del mismo modo, el 66,2% de los participantes en la encuesta opina que la demanda cayó en el 1S13, 15,9 pp menos que en el semestre anterior. Destaca que la evolución percibida de la oferta y de la demanda de crédito se ajusta cada vez más a lo esperado seis meses antes.

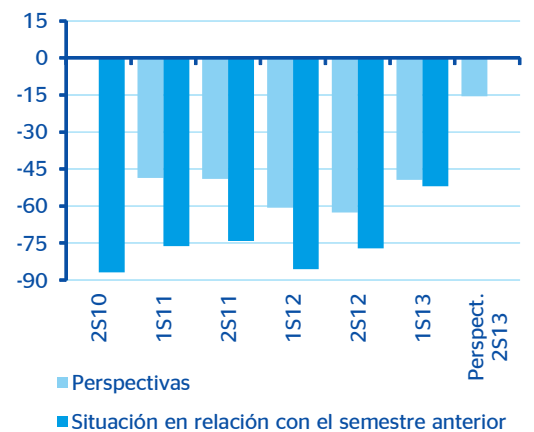
Las perspectivas para el 2S13 son comparativamente más favorables desde el punto de vista de la oferta de crédito. De hecho, uno de cada cuatro encuestados opina que la oferta agregada de crédito crecerá durante la segunda mitad del año, mientras que tan solo uno de cada cinco considera que continuará disminuyendo. Por el contrario, el porcentaje de gestores y directores de BBVA *Consumer Finance* que cree que la demanda no aumentará sigue siendo mayoritario (81,2%).

Gráfico 41
Percepción sobre la oferta de crédito:
saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)



Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 42
Percepción sobre la demanda de crédito:
saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)



Fuente: BBVA Research (ETN)

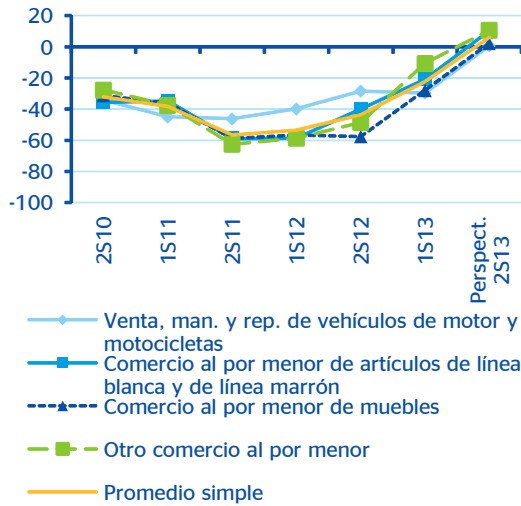
El comportamiento del crédito por sectores reproduce el patrón descrito para el agregado -mejora de la oferta y ralentización de deterioro de la demanda en relación con lo observado en el 2S12- aunque con matices (véanse los Gráficos 43 y 44). En particular, destacan:

- La contracción de la oferta y, sobre todo, de la demanda de crédito en el sector de distribución de vehículos de motor y motocicletas a pesar de la renovación del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente.
- La reducción de la oferta en el comercio al por menor de muebles, asociada -como se comentaba anteriormente- a la continuidad del proceso de redimensionamiento del sector inmobiliario.
- La evolución favorable de la demanda en el comercio de electrodomésticos y de artículos de línea marrón.

Las expectativas de los participantes en la ETN para el 2S13 indican que la oferta de crédito crecerá en todas las actividades analizadas. A su vez, la demanda continuará disminuyendo, pero a tasas inferiores, lo que -de nuevo- es consecuente con el comportamiento esperado de la actividad económica de cada sector.

Gráfico 43

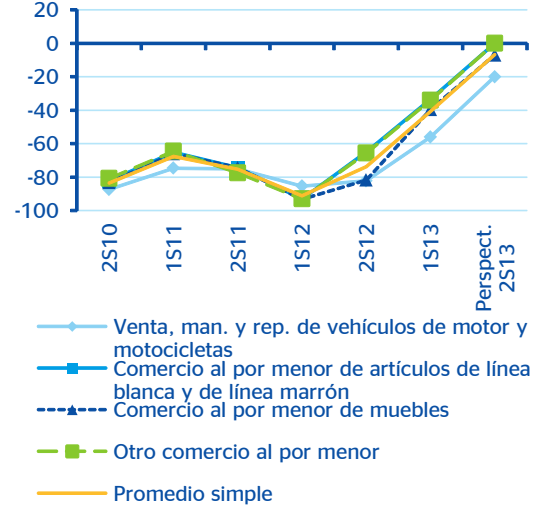
Percepción sobre la oferta de crédito en cada sector: saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)



Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 44

Percepción sobre la demanda de crédito en cada sector: saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)



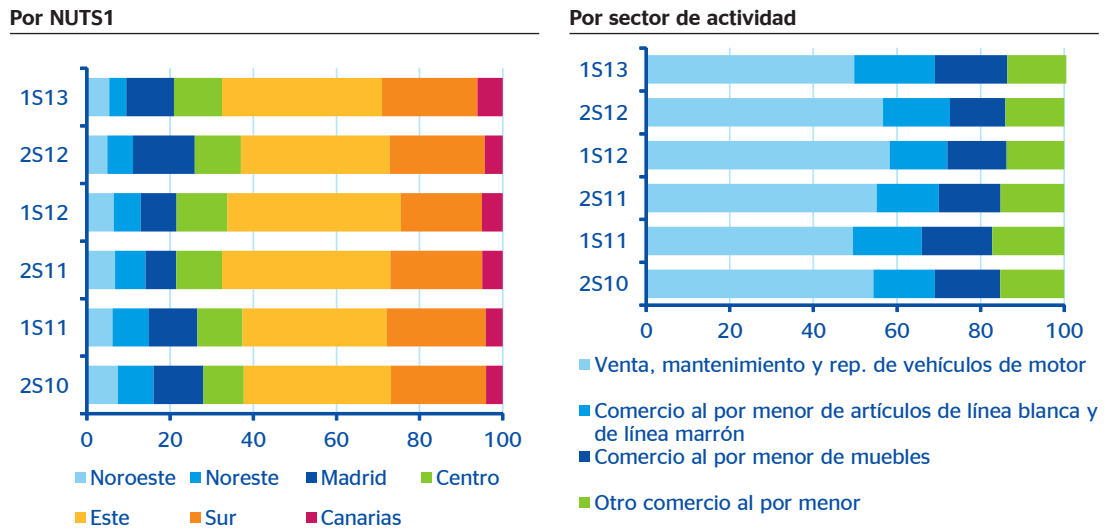
Fuente: BBVA Research (ETN)

En resumen, los resultados de la ETN sugieren que el comercio al por menor se encuentra en el camino de la recuperación, apoyado en la mejora de las condiciones crediticias. Si bien los encuestados opinan que la situación económica empeoró más de lo previsto durante el primer semestre de año en curso, lo hizo a un ritmo marcadamente inferior al observado en el segundo del pasado año. A pesar de la debilidad de sus fundamentales, la menor atonía del consumo repercutió positivamente sobre la demanda de préstamos, que moderó su contracción durante el 1S13. Paralelamente, los participantes en la ETN percibieron una relajación generalizada de las condiciones de financiación, en especial, en el comercio de electrodomésticos y de artículos de línea marrón. Las perspectivas para el 2S13 apuntan a una ralentización generalizada del deterioro de la actividad, favorecida por el aumento esperado de la oferta y la menor disminución de la demanda de crédito.

Anexo

Cuadro A.1.

Encuesta de tendencias de negocio BBVA. Composición de la muestra (%)



NUTS1: Nomenclatura de las Unidades Territoriales Estadísticas de nivel 1. Noroeste: Galicia, Asturias y Cantabria; Noreste: País Vasco, Navarra, Rioja y Aragón; Madrid: Comunidad de Madrid; Centro: Castilla y León, Castilla-La Mancha y Extremadura; Este: Cataluña, Comunidad Valenciana e Islas Baleares; Sur: Andalucía, Murcia, Ceuta y Melilla; Canarias: Islas Canarias.
Número de observaciones: 175 en 2S10, 147 en 1S11, 163 en 2S11, 140 en 1S12, 162 en 2S12 y 149 en 1S13.
Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

Economista Jefe Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
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.gl@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:

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@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

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.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