

# Situación España

Segundo trimestre 2010

## Análisis Económico

- Entorno internacional: desafíos a la vista para una recuperación sostenida
- La recuperación de la economía española continúa, aunque a un ritmo lento, y podría verse afectada por la persistencia de ciertos elementos de incertidumbre
- Mientras que el ajuste del sector privado está muy avanzado para reducir su elevado endeudamiento, el sector público ahora tiene que hacer un ajuste fiscal riguroso
- Las medidas de ajuste fiscal tendrán un impacto limitado sobre el crecimiento
- El ajuste fiscal, necesario y factible, precisa venir acompañado de reformas estructurales ambiciosas en el sector financiero y en el mercado de trabajo



# Índice

Resumen.....	4
A. Entorno Internacional: desafíos a la vista para una recuperación sostenida .....	7
B. La recuperación de la economía española continúa, aunque a un ritmo lento, y podría verse afectada por la persistencia de ciertos elementos de incertidumbre .....	11
C. Un ajuste avanzado en el sector privado y un ajuste fiscal necesario y factible .....	16
D. Las reformas estructurales son cruciales para la reducción del endeudamiento del sector privado y público y para aumentar el crecimiento.....	24
Cuadros .....	30

**Fecha de cierre: 4 junio 2010**

## Resumen

La economía global se encuentra ante dos fuerzas contrapuestas. Por un lado, los países emergentes y EE.UU. muestran una recuperación sólida que se traduce en un dinamismo del comercio mundial y que debería convertirse en una tasa de crecimiento para la economía mundial del 4,2% en 2010. Por otro lado, los países, principalmente europeos, con un alto nivel de endeudamiento público y una limitada capacidad de desapalancamiento del sector privado a corto plazo, para los cuales ha tenido lugar un aumento considerable del riesgo soberano y de las incertidumbres en los mercados financieros. Estas incertidumbres se han traducido en un incremento muy significativo de las volatilidades de los activos europeos, que incentiva claramente la reducción de la exposición a estos activos de las carteras de inversión, lo que a su vez retroalimenta la desconfianza sobre las perspectivas económicas de la Unión Económica y Monetaria (UEM), al menos a corto plazo. Si bien el paquete de rescate acordado hace unas semanas por el Consejo Europeo ha evitado escenarios muy adversos y ha disminuido las dudas sobre la capacidad de la UEM para implementar políticas que puedan afrontar los problemas de financiación externa de los miembros con mayores niveles de endeudamiento, el Mecanismo Europeo de Estabilización no ha sido capaz de reducir las incertidumbres en los mercados financieros y devolver las primas de riesgo a niveles menos tensionados.

Una de las ventajas del mecanismo acordado es que condiciona el acceso al fondo de estabilización implementado por los países miembros a la puesta en práctica de planes de consolidación fiscal creíbles a medio plazo, que deberán contar con la aprobación de la Comisión Europea y del ECOFIN. Con ello, la UEM ha dado un primer paso importante en el diseño de reglas fiscales eficaces dentro de una unión monetaria, creando incentivos adecuados y suficientemente poderosos para que los países se embarquen en sendas de consolidación presupuestaria ambiciosas. Los países que no sean capaces de convencer al resto de miembros de que han adoptado las medidas de ajuste fiscal adecuadas no podrán beneficiarse del fondo de estabilización, en caso de necesitar el apoyo financiero del conjunto de la UEM, y quedarán, por tanto, a merced de los mercados financieros. De esta forma, se refuerza tanto el papel disciplinador de los mercados financieros como de la propia UEM en el cumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria.

Dada la incertidumbre existente en los mercados financieros, se hace particularmente complicado evaluar los efectos sobre el crecimiento a corto plazo de la aceleración de las políticas de ajuste fiscal que han emprendido muchos países europeos. En situaciones de estrés fiscal por problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas, un ajuste fiscal creíble acompañado de una mejora del entorno macroeconómico puede conseguir que el aumento del consumo y de la inversión privados, como consecuencia de la mejora de las expectativas y de la confianza, más que compensen la caída del gasto público y, por lo tanto, tener efectos expansivos incluso a corto plazo. Las consolidaciones fiscales de Irlanda (1985-1989), Dinamarca (1983-1986) o España (1993-1999) son buenos ejemplos de ello. Sin embargo, en un entorno de elevada incertidumbre en el que las expectativas no mejoren rápidamente, el ajuste fiscal puede incidir negativamente sobre el crecimiento lo que, en el contexto actual, se traduciría en un mayor desacople entre la economía europea y la americana. No obstante, estos efectos negativos a corto plazo del ajuste fiscal pueden verse compensados por la rápida depreciación que ha experimentado el euro en los últimos meses y la consiguiente mejora de las exportaciones netas. Las consecuencias de todos estos factores que están condicionando la recuperación en la UEM serán en primer lugar, la creciente probabilidad de que se produzca una divergencia en las expectativas de política monetaria entre Europa y EE.UU. y, en segundo, una consolidación del tipo de cambio euro/dólar en niveles cercanos a los actuales que, a diferencia de lo que ocurría hace unos trimestres, se encuentran próximos al nivel de equilibrio de largo plazo.

En este entorno de tensión en los mercados financieros, la economía española registró por primera vez desde el inicio de la crisis una tasa de crecimiento intertrimestral positiva en el primer trimestre de 2010. Dicha estabilización de la economía viene, además, apoyada por una composición más virtuosa de los elementos subyacentes al crecimiento, en la que la demanda privada sustituye a la del sector público. En particular, se observa una recuperación del consumo de los hogares, en momentos en los cuales se agotan los impulsos fiscales. Adicionalmente, las exportaciones españolas han logrado crecimientos superiores a los de la mayoría de los países europeos, que parecen apoyarse en incrementos significativos de la productividad del trabajo. Este crecimiento del primer trimestre podría tener su continuidad en el segundo, puesto que la información disponible a principios de junio permite anticipar una tasa de crecimiento nuevamente positiva (0,2 por ciento), si en junio se consolidan las tendencias de los dos meses anteriores.

Por lo tanto, la recuperación de la actividad continúa a un ritmo excesivamente lento, y es incapaz de generar todavía crecimiento del empleo de forma sostenida. Esta lentitud, se debe en parte, a los ajustes en curso que se están observando en las economías europea y española. En primer lugar, como se ha señalado anteriormente, la recuperación en Europa continuará siendo débil y volátil. A pesar de las medidas ya mencionadas, el incremento en la incertidumbre en los mercados de capital ha sido acusado y no es de descartar una transmisión relativamente rápida de dicha incertidumbre a la economía real, tanto a través del canal financiero como a través de la confianza. En segundo lugar, mientras que el ajuste del sector privado está muy avanzado para reducir su elevado endeudamiento, el sector público ahora tiene que hacer un ajuste fiscal riguroso. Por ejemplo, ante el exceso de inversión en ciertos sectores, las empresas han emprendido un proceso de ajuste que habrá reducido la tasa de inversión en 9 puntos del PIB entre 2007 y 2010 (algo más de la mitad se explica como consecuencia del ajuste en el sector inmobiliario). Por el lado de los hogares, la tasa de ahorro terminará 2010 más de 7 puntos de la renta disponible de las familias por encima de sus niveles de 2007. Hacia delante, se espera que la parte más importante de los ajustes del sector privado se hayan producido ya.

Respecto al ajuste del sector público, durante el tercer trimestre del año, se implementarán una serie de medidas de política fiscal contractivas que podrían afectar negativamente al crecimiento de la demanda interna. En particular, al incremento previsto del IVA a partir de julio se unen las nuevas medidas tendientes a acelerar la convergencia del déficit público al objetivo del 3% del PIB a 2013. Respecto al primero, es probable que los efectos sobre la economía ya se estén percibiendo en estos momentos, puesto que los agentes probablemente estarán adelantando algunas decisiones de consumo de bienes duraderos y de inversión, bajo el supuesto de que el aumento en el IVA conllevará un incremento en los precios. Este efecto intertemporal sobre las decisiones de gasto afectará, por lo tanto, negativamente la actividad del tercer y, en menor medida, del cuarto trimestre de este año. En segundo lugar el Gobierno ha dado un paso muy importante en la dirección correcta aprobando una serie de medidas de disminución del gasto público (reducción de 5% de salarios públicos, disminución de la inversión, etc.) que aceleran el ajuste fiscal previsto en el Programa de Estabilidad aprobado en enero y que incrementan la credibilidad del proceso de consolidación fiscal. Sin embargo, por las razones discutidas anteriormente, es probable que, aunque muy limitado, el efecto inmediato que tengan estas medidas sobre la demanda interna sea negativo. En particular, nuestras estimaciones apuntan a una reducción acumulada de 4 décimas de crecimiento del PIB en 2010 y 2011.

No obstante, al igual que en los países europeos, existen incertidumbres respecto al impacto a corto plazo que puedan tener las medidas de ajuste fiscal que se acaban de aprobar, cuyos efectos sobre la actividad se ven condicionados por una serie de factores que, en algunos casos, actúan en dirección contraria. En primer lugar, las medidas dan certidumbre respecto al tamaño de la consolidación fiscal necesaria y a su composición. De esta manera, se confirma que la mayor parte del ajuste será en gasto público, lo que maximiza la probabilidad de éxito del plan. En segundo lugar, hay que tener en cuenta que las medidas de ajuste aceleran en el tiempo el programa de consolidación fiscal ya anunciado con anterioridad sin cambiar sus objetivos para 2013, sólo el ritmo de disminución del déficit público. En este sentido, las medidas no conllevan reducciones adicionales del déficit público en el medio plazo, sino simplemente un adelantamiento de las políticas fiscales que se hubieran llevado a cabo en 2012 y 2013. Lo anterior es importante, ya que algunos consumidores o empresas que habían tomado decisiones de ahorro precautorias, podrían revertirlas al comprobar que los costes del plan serán menores y más creíbles. En tercer lugar, no hay que descartar que terminen siendo más importantes de lo esperado el efecto riqueza y el aumento de la confianza que implica la consolidación fiscal, al restringir el crecimiento de la deuda pública, limitar el aumento de la prima de riesgo, imprimir credibilidad al plan y definir claramente las políticas detrás del proceso de reducción del déficit. Como se ha señalado anteriormente, este efecto riqueza positivo y el aumento de la confianza son tanto más importantes cuando el proceso de consolidación fiscal es percibido como un "cambio de régimen", es decir, cuando viene acompañado de una serie de reformas estructurales que elevan el crecimiento económico y que suponen una mejora significativa de la confianza de los agentes económicos. Así, el canal de mejora de expectativas puede ser crucial, ya que dadas las necesidades de financiación exterior de la economía española, conseguir con estas medidas un aumento de la confianza de los inversores en los mercados financieros internacionales es especialmente importante.

A corto plazo, y sin perjuicio de otras reformas que deben llevarse a cabo más adelante, resultan cruciales tanto el resultado final del proceso de reestructuración del sistema financiero español como la reforma laboral. Con respecto al primero, hay que recordar que, en términos relativos a otras economías avanzadas, el sistema financiero español en términos agregados ha dado muestras de su solidez. En cualquier caso, el sistema es heterogéneo y los potenciales problemas de liquidez y solvencia están concentrados en un número reducido de entidades. Aunque el grueso del sistema bancario español está bien capitalizado, ante una recuperación lenta y débil de la economía, una parte del sistema tendrá necesidades de capital significativas. De acuerdo con las estimaciones de BBVA

Research, estas necesidades se sitúan en el entorno del 5% del PIB, evaluadas al horizonte del año 2013, y son perfectamente asumibles por la economía española y corresponden a aproximadamente la mitad del endeudamiento máximo que puede alcanzar el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, FROB. Es necesario que ese segmento del sistema financiero español avance en la senda de una reestructuración significativa, rápida y definitiva, y que despeje las dudas existentes en los mercados financieros internacionales sobre estas entidades, para que puedan obtener la financiación exterior necesaria con la que apoyar los procesos de inversión empresarial que requerirá la recuperación económica.

Con respecto a la reforma del mercado laboral, como venimos señalando desde hace tiempo desde BBVA Research<sup>1</sup>, es fundamental que el resultado final suponga la eliminación de la ineficiente dualidad entre trabajadores temporales e indefinidos, sin incrementar en el agregado el coste del factor trabajo para las empresas, así como un marco de referencia para la negociación colectiva que impulse la descentralización y facilite la fijación de salarios tomando en consideración la situación particular de cada empresa y el crecimiento de la productividad. Con estas reformas la recuperación económica se adelantará en el tiempo, permitirá alcanzar un potencial de crecimiento significativamente más elevado, facilitará el proceso de consolidación fiscal y acelerará el desapalancamiento de familias, empresas y administraciones públicas.

---

1: En especial véase el número de Marzo de 2009 de Situación España.

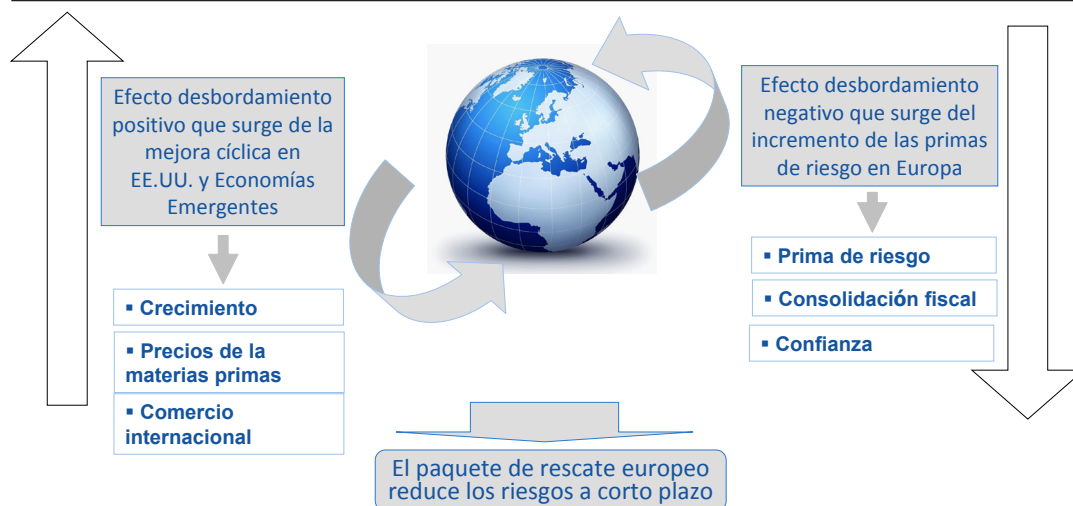
## A. Entorno internacional: desafíos a la vista para una recuperación sostenida

**La economía global está dominada por dos fuerzas contrapuestas: por un lado, el impulso cíclico positivo procedente de las economías emergentes y EE.UU. y, por otro, las elevadas primas de riesgo observadas en Europa. Si bien el plan de rescate de la UEM reduce la incertidumbre a corto plazo, los riesgos en el medio plazo continúan sesgados a la baja**

En los últimos trimestres la situación cíclica ha mejorado significativamente debido a la recuperación en las economías emergentes y en EE.UU. El comercio mundial está creciendo al 7% y nuestras previsiones apuntan hacia un crecimiento de la economía mundial del 4,2% en 2010. Ahora bien, al mismo tiempo existen dudas sobre la capacidad de la UEM para hacer frente al problema de los altos niveles de endeudamiento de algunos países. Sin embargo, las dudas se han reducido parcialmente dadas las medidas adoptadas recientemente. Con todo, pese a estos esfuerzos subsisten algunas dudas que han mantenido elevados los diferenciales soberanos y sostenido la inestabilidad financiera. Esta situación puede afectar a la economía europea, pero también puede provocar posibles efectos desbordamiento sobre el resto del mundo.

Gráfico 1

### Dos fuerzas contrapuestas dominan la economía global



Fuente: BBVA Research

## **Tras el impulso de corto plazo procedente de las políticas fiscales y monetarias expansivas en todo el mundo, la sostenibilidad de la recuperación no está totalmente garantizada mas allá de 2010, sobre todo en las economías desarrolladas**

Mientras que se generaliza la recuperación económica a comienzos de 2010, su intensidad varía significativamente entre países. Esto es consecuencia de los diferentes grados de utilización de las políticas fiscales y monetarias. Estas políticas han sido particularmente efectivas a la hora de impulsar el ciclo económico en China y EE.UU. Al mismo tiempo las economías emergentes se están beneficiando de la mayor fortaleza de su demanda doméstica y en esta región la recuperación se presenta mucho más consolidada. Por el contrario, en las economías desarrolladas, a medida que las políticas expansivas se diluyen, surgen dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación más allá de 2010.

## **La recuperación de la zona euro será lenta, debido a las debilidades del sistema financiero y a la consolidación fiscal**

La economía europea ha salido siempre de las recesiones de manera más lenta que la estadounidense, debido a deficiencias estructurales que hacen que sea menos resistente a los choques y tarde más en adaptarse a la nueva situación. En la coyuntura actual, la situación se agrava por dos factores negativos que harán que el ajuste sea particularmente lento: la lentitud en la reforma del sistema financiero europeo, con un recapitalización muy paulatina que reduce la capacidad de financiación de las instituciones financieras de la zona a medio y largo plazo, y la necesidad de reducir los déficit públicos a través de planes de consolidación que van a tener un efecto negativo sobre la actividad en los próximos años.

La magnitud de ambos efectos es incierta: en el caso de las debilidades financieras, Europa nunca se ha encontrado frente a una crisis financiera de tal magnitud, y la situación de los balances de sus bancos no se conoce con el detalle que reclaman los mercados financieros internacionales, debido a la falta de transparencia en el reconocimiento de pérdidas en muchas instituciones de la zona. Tampoco se conoce con exactitud el efecto que tendrá la eventual necesidad de recomponer el capital sobre la capacidad de dar crédito. En el caso de los ajustes fiscales, la reducción de déficit para el conjunto de la zona en aproximadamente 3 puntos y medio del PIB en los próximos cuatro años tendrá un efecto negativo directo sobre la demanda, pero éste se verá diluido en el tiempo y será compensado por un efecto positivo sobre la confianza y los costes de financiación de la economía real derivados de la eventual consecución de los objetivos fiscales. En conjunto, y a pesar de las disparidades entre países, no se espera que el efecto sobre el crecimiento anual del conjunto de la zona de dichos planes sea mayor de unas pocas décimas de PIB.

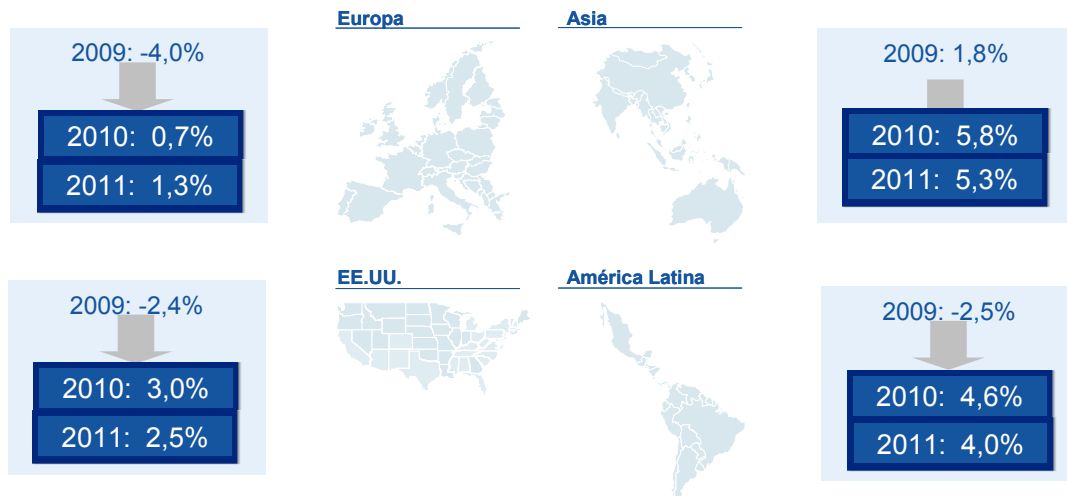
## **La depreciación del euro reforzará el mecanismo de salida a través de las exportaciones**

El componente que ha estado tirando de la economía de la zona euro en los últimos meses son las exportaciones, que a su vez han facilitado el repunte de los pedidos y de la actividad industrial. La recuperación está viniendo por el lado externo, mientras que la demanda interna apenas crece.

La depreciación acelerada del euro de las últimas semanas, ligada a las dudas que suscitan en los mercados la posibilidad de llevar a cabo los planes de ajuste fiscal, no han hecho sino acercar el euro a su valor de equilibrio (alrededor de 1,20 \$/€) más rápido de lo esperado. Aunque los ajustes cambiarios tan rápidos no son deseables, dicha depreciación reforzará el impulso de las exportaciones en los próximos trimestres.

Gráfico 2

### Crecimiento heterogéneo por regiones



Una de las principales características del escenario es la heterogeneidad regional, con la UEM rezagada respecto a otras áreas

Fuente: BBVA Research

### La reacción de la política económica a la crisis de deuda soberana en Europa ha sido dubitativa, pero al final convincente, y debería ayudar a normalizar la situación financiera

El que los riesgos de una crisis de financiación de un pequeño país de la zona euro como Grecia se hayan contagiado a otros, y en última instancia al conjunto de la zona, tiene que ver con la falta de reflejos de las autoridades europeas para solucionar la crisis de confianza con medidas rápidas y convincentes en primera instancia. El coste económico y político ha sido mucho mayor de lo que debería haber sido, pero al final se han tomado medidas importantes que deberían resultar convincentes:

1. El plan de rescate griego y el subsiguiente plan de apoyo para el conjunto de la zona a través del Mecanismo Europeo de Estabilización movilizará fondos, si es necesario, por un total de 750 mil millones de euros, suficientes para cubrir por tres años las necesidades de financiación soberanas conjuntas de Grecia, Portugal y España.
2. El BCE fue reticente a embarcarse en medidas de relajación monetaria, pero cuando ha sido necesario, ha prolongado las medidas de *full allotment*, ha relajado los requerimientos de colateral en las operaciones *repo* con deuda griega y finalmente se ha embarcado en la compra de bonos públicos y privados. Los tipos de interés oficiales se mantienen en el 1%, y es previsible que permanezcan a ese nivel hasta finales de 2011. Este panorama contrasta con el de EEUU, donde las primeras subidas de tipos se esperan en torno a comienzos de 2011, dado que el riesgo de una reversión de la dinámica actual es bastante limitado y las presiones inflacionistas son muy incipientes.
3. Para complementar el apoyo financiero, los países de la zona se han propuesto coordinar sus políticas fiscales de una manera más eficiente, mostrando que la construcción europea, en ocasiones, avanza mejor y más rápidamente tras períodos de crisis. Aunque el proceso suscita dudas, ya que es difícil llevar a cabo un verdadero control fiscal de las cuentas públicas nacionales sin cesión de soberanía, el proceso debería, al menos, llevar a un mayor nivel de vigilancia de los desequilibrios públicos y privados en el futuro.



## **Los mercados han puesto de manifiesto los límites de las políticas fiscales contracíclicas. Las economías con altos niveles de deuda pública y desapalancamiento privado limitado son altamente vulnerables a movimientos al alza de tipos de interés y mayores primas de riesgo**

En momentos de mayor aversión al riesgo, los mercados financieros tienden a mostrar una visión más *forward-looking*, y pueden detectar inconsistencias en las políticas macroeconómicas que, normalmente, pasan desapercibidas para los propios mercados en tiempos de bonanza. Pese al importante paquete de rescate acordado en Europa, persisten primas de riesgo significativas en el mercado en medio de incertidumbres sobre las sendas de consolidación fiscal. El creciente contagio ha sido una clara evidencia de la fragilidad del escenario actual. La historia económica está plagada de ejemplos de “contagios infundados” de unos países a otros en momentos de crisis. En estos casos, la proximidad geográfica o las similitudes cíclicas importan más que las diferencias en los fundamentales. De hecho, el episodio actual de contagio no está completamente justificado ni por el canal financiero, espoleado por el estallido de la crisis griega, ni por cualquier similitud en los fundamentales. Aún cuando esto puede ser motivo de discusión, existe una necesidad imperiosa por parte de algunos países de aumentar su credibilidad para hacer frente a las presiones de los inversores internacionales.

## **La consolidación fiscal a largo plazo es el mayor desafío para los países desarrollados**

Existe una preocupación creciente sobre las consecuencias a largo plazo de los aumentos de la deuda pública. Esto inevitablemente dará lugar a presiones al alza sobre los tipos de interés reales y altas primas de riesgo durante un periodo prolongado. Aún cuando el contagio reciente se desvanezca gradualmente, persistirá una discriminación creciente entre países dependiendo de la credibilidad de su situación fiscal.

## **La ausencia de una reestructuración profunda del sector financiero y la reforma regulatoria venidera podrían amenazar el ritmo de recuperación**

La incertidumbre procedente del sector financiero es fundamentalmente de dos tipos. Por una parte, la lenta reestructuración de la industria financiera, sobre todo en Europa, puesto que puede llevar a una recuperación económica con un insuficiente crecimiento del crédito (*creditless recovery*). Esto constituye una preocupación creciente, ya que tanto la experiencia histórica como la evidencia empírica muestran la importancia del canal de crédito en las primeras etapas de la recuperación económica. Por otra parte, también existe incertidumbre respecto a la reforma regulatoria que ya se encuentra en marcha. El resultado más probable es un incremento significativo de los requisitos de capital y liquidez, lo cual podría limitar la capacidad del sector bancario para aumentar el crédito en los próximos años al ritmo que requeriría la actividad económica.

## B. La recuperación de la economía española continúa, aunque a un ritmo lento, y podría verse afectada por la persistencia de ciertos elementos de incertidumbre

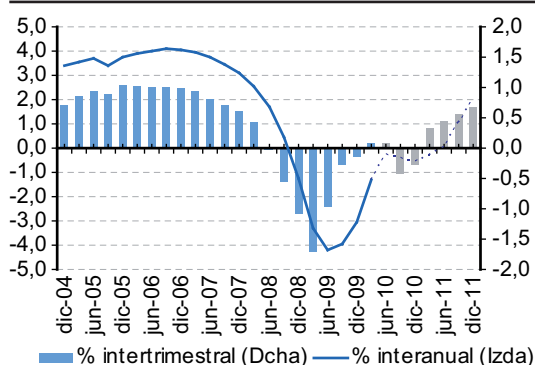
La economía española tuvo en el primer trimestre de 2010 su primera tasa de crecimiento positiva desde el inicio de la crisis. Así, España se une al resto de la UEM consolidando un proceso de estabilización de su economía. Adicionalmente al dato positivo de crecimiento, la composición detrás de éste ha sido alentadora, ya que muestra una demanda privada en proceso de normalización, al mismo tiempo que el entorno internacional exige un proceso de consolidación fiscal algo más rápido del inicialmente planeado. Durante los próximos trimestres, la economía sufrirá una serie de choques exógenos que podrían añadir volatilidad al crecimiento, en parte relacionados con dicha aceleración del proceso de consolidación fiscal, pero sobre todo como consecuencia de las incertidumbres y de la volatilidad en los mercados financieros de capital, la caída en el precio de los bonos soberanos o la depreciación del euro.

### En los últimos trimestres el ajuste de la economía española ha continuado moderándose de forma gradual

Tras el fuerte deterioro de la actividad económica a principios de 2009, y la posterior desaceleración del ritmo de contracción en la parte final del año, la economía española comenzó 2010 con un crecimiento moderado del PIB en el primer trimestre del 0,1% en términos intertrimestrales, la primera tasa positiva desde hace casi dos años (véase gráfico 3). A pesar de lo anterior, la destrucción de empleo se situó en torno a los 100 mil puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en el primer trimestre de 2010, cifra en línea con la registrada en el trimestre anterior (-132 mil), aunque muy por debajo de la contracción observada a principios de 2009 (-574 mil durante 1T2009). En síntesis, a pesar de que la debilidad de la actividad y del empleo continúa latente en los datos de coyuntura más relevantes conocidos para la primera parte del año, la economía española no ha estado al margen de la continua, aunque muy moderada, mejora cíclica observada durante los últimos trimestres en los países de su entorno (véase gráfico 4).

Gráfico 3

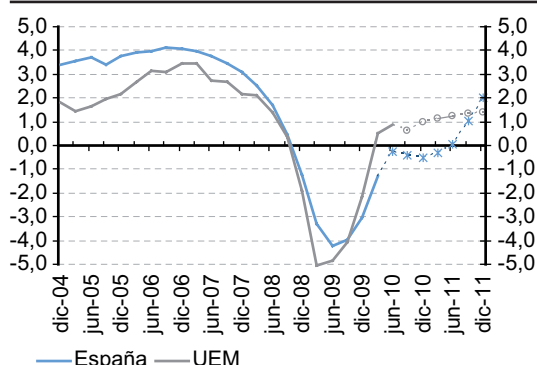
#### España: crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4

#### España y UEM: evolución del PIB (% a/a)



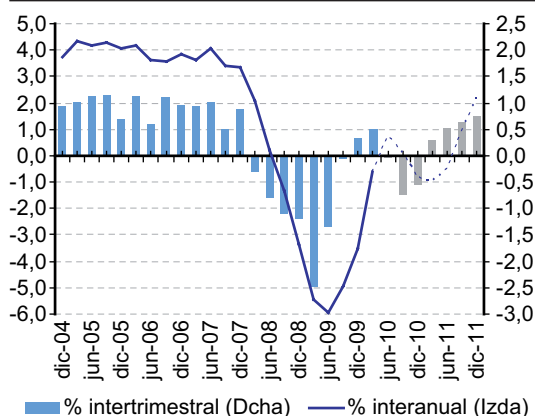
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

## A pesar del debilitamiento progresivo de los impulsos fiscales, la demanda privada muestra signos de mejora

Hasta finales del tercer trimestre de 2009, el avance coyuntural de la economía española se caracterizó por la fuerte dependencia de los estímulos fiscales de carácter transitorio, que consiguieron frenar el intenso ritmo de contracción de comienzos de 2009. A partir de entonces, se produjo la retirada progresiva de estos estímulos, lo que llegó a generar ciertas dudas respecto a la capacidad de la economía para crecer en este entorno. No obstante, durante los últimos trimestres, la demanda privada nacional ha mostrado signos claros de recuperación, mientras que la demanda exterior ha seguido manteniendo su contribución positiva al crecimiento. En esta línea, cabe destacar que, a pesar de que el mercado laboral sigue mostrando síntomas inequívocos de debilidad y de que la renta bruta disponible no presenta signos de recuperación, el consumo privado ha evolucionado mejor de lo previsto, mostrando tasas de crecimiento intertrimestrales positivas durante el último trimestre de 2009 y el primero de 2010, del 0,3% y 0,5%, respectivamente (véase gráfico 5). Sin duda, elementos temporales parcialmente contemplados en las previsiones de finales de 2009, tales como el adelanto del gasto privado ante la subida del IVA en julio de 2010, han contribuido positivamente a la evolución de esta partida de la demanda agregada. No obstante, la paulatina recuperación de la confianza de los hogares ante la reducción progresiva de la incertidumbre concerniente al mercado laboral, con la consecuente reducción del ahorro precautorio, ha sido un importante elemento de soporte de esta recuperación (véase gráfico 6).

Gráfico 5

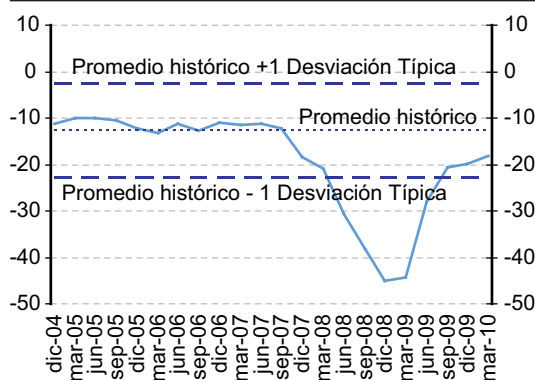
### España: crecimiento del consumo privado



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

### España: confianza del consumidor (Saldo neto de respuestas)



Fuente: BBVA Research a partir de la Comisión Europea

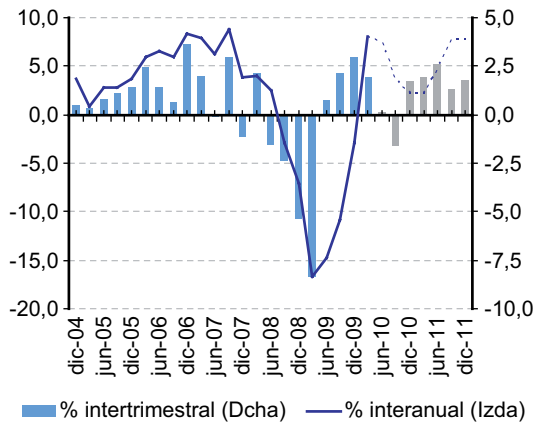
Otra parte de la demanda que ha estado directa e indirectamente afectada por la política fiscal ha sido la inversión, en particular aquella realizada en equipo, que después de encadenar dos trimestres consecutivos con crecimiento positivo, volvió a presentar una contracción del 1,2% en su tasa intertrimestral en 1T10. Sin embargo, dicha corrección a la baja en la recuperación de la inversión empresarial era previsible a la vista del agotamiento de los estímulos fiscales que recaían directamente sobre la adquisición de material de transporte (principalmente, turismos) y, de hecho, supone un recorte menor en comparación con el severo deterioro que ha soportado este componente de la demanda desde comienzos de la actual crisis económica (-7,9% t/t en promedio entre 3T08 y 2T09).

Como se explica más adelante, los excesos de oferta acumulados en el sector inmobiliario siguen fomentando una corrección en la oferta de vivienda nueva. En particular, la inversión en vivienda registró un nuevo recorte, esta vez del -5,4% en términos intertrimestrales, si bien el ritmo de ajuste de esta partida de la inversión continúa moderándose, poniendo en evidencia que la parte más intensa de la corrección se ha producido ya.

Finalmente, y en lo que respecta al sector exterior, las exportaciones españolas han mantenido el buen tono observado desde principios de 2009 y acumulan cuatro trimestres consecutivos de crecimiento (véase gráfico 7). Aunque este patrón de recuperación se ha visto ciertamente favorecido tanto por la evolución reciente de la economía mundial y la del área del euro -que registra crecimientos intertrimestrales positivos desde el tercer trimestre de 2009-, como por la depreciación del euro, es de destacar que el aumento de la productividad aparente del factor trabajo y la reducción progresiva

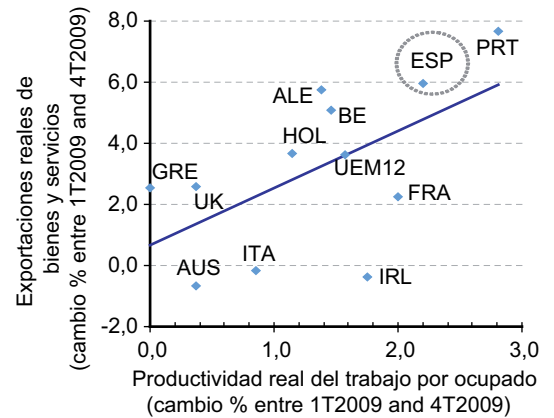
de los costes salariales han permitido que las empresas españolas, en especial las exportadoras, pudieran tener un comportamiento diferencial al resto de la economía durante la presente crisis, observándose un crecimiento más intenso de esta variable que en la mayor parte de los países de la UEM (véase gráfico 8), y mantuvieran sus cuotas en las exportaciones mundiales.

Gráfico 7  
**España: crecimiento de las exportaciones**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 8  
**España: crecimiento de la productividad y recuperación de las exportaciones durante 2009**

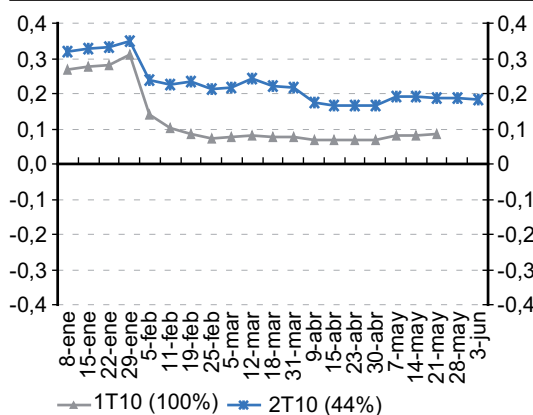


Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

## La economía española volverá a crecer de forma moderada en el segundo trimestre de 2010

De mantenerse en Junio la tendencia observada en Abril y Mayo, la información coyuntural recopilada a la fecha de cierre de este informe nos permite avanzar que la economía española ha continuado con su proceso de estabilización y, durante el segundo trimestre de 2010, podría haber tenido un comportamiento similar al observado durante el primero (véase gráfico 9). En sintonía con esto, se estima que la probabilidad de recesión volvería a reducirse en este trimestre, si bien permanecería todavía en cotas elevadas (véase gráfico 10). No obstante, aunque la recuperación de la actividad continúa, lo hace a un ritmo excesivamente lento y, más allá de la mejora estacional del empleo en mayo, es incapaz de generar todavía crecimiento del empleo de forma sostenida.

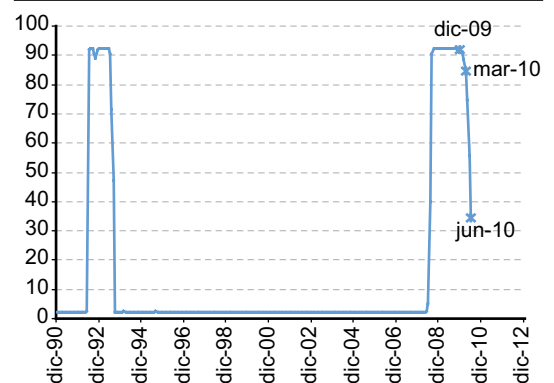
Gráfico 9  
**España: previsiones de crecimiento trimestral del PIB en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación**



Nota: entre paréntesis el porcentaje del set de información, conocido en la fecha de la última estimación, relativo al trimestre de referencia

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 10  
**España: probabilidad de recesión (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Sin embargo, los ajustes en marcha anticipan que la economía podría volver a contraerse en el conjunto de 2010

Sin embargo, dada la debilidad de la recuperación, es de prever que la economía española vuelva a mostrar algunas tasas de crecimiento intertrimestral negativas, posiblemente en el tercer trimestre, si bien de una intensidad mucho menor respecto a las que se registraron durante 2008 y 2009. Los factores detrás de esta corrección temporal en la tendencia de mejora de la actividad económica responden, fundamentalmente, a los efectos de la consolidación fiscal de la economía española y europea, y al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. En primer lugar, a pesar de los beneficios a medio y largo plazo de la consolidación fiscal sobre el entorno económico, es previsible que el aumento del IVA en julio de 2010 tenga efectos negativos sobre la actividad económica<sup>2</sup>. En segundo lugar, las medidas adicionales de recorte del gasto público, aprobadas recientemente por el Gobierno, supondrán una disminución del consumo y de la inversión públicos que se reflejarán en unas tasas de crecimiento ligeramente menores que las estimadas antes de conocerse dichas medidas (véase el cuadro 1). No obstante, es preciso destacar que las decisiones adoptadas recientemente en aras de la consolidación fiscal, suponen un adelantamiento del ajuste fiscal proyectado en el Programa de Estabilidad del mes de enero, por lo que deben ser valoradas como un avance muy importante en la dirección correcta. La reciente convulsión en los mercados financieros, protagonizada por repuntes considerables de los diferenciales soberanos y caídas de las principales bolsas europeas, pone de manifiesto que, dadas las necesidades de financiación de la economía española y su dependencia de los mercados de capital extranjero, la no implementación de tales medidas hubiera supuesto claramente el final de la recuperación económica, incrementándose sustancialmente la probabilidad de una recaída muy severa en la recesión. Finalmente, la reversión de las políticas fiscales expansivas en los países de nuestro entorno condicionará la contribución del sector exterior, restándole algo de fuerza a las exportaciones españolas.

Cuadro 1

### España: previsiones macroeconómicas

(Tasas interanuales, %)	1T10	2T10	3T10	4T10	2008	2009	2010	2011
Consumo hogares	-0,6	0,7	0,0	-0,8	-0,6	-5,0	-0,2	0,4
Consumo AA.PP.	1,5	2,0	0,5	1,8	5,5	3,9	1,4	0,2
FBCF	-9,9	-8,2	-8,3	-8,9	-4,4	-15,2	-8,8	-2,7
Equipo y otros productos	-8,8	-5,7	-7,2	-10,0	-2,7	-20,6	-7,9	-1,1
Construcción	-10,6	-9,7	-9,0	-8,3	-5,5	-11,1	-9,4	-3,7
Vivienda	-20,7	-18,1	-15,3	-11,9	-10,3	-24,5	-16,5	-5,6
Resto	-2,8	-3,7	-4,8	-6,0	-0,4	1,6	-4,3	-2,4
Var. existencias (*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-2,5	-1,2	-1,8	-2,1	-0,5	-6,4	-1,9	-0,4
Exportaciones	8,0	7,4	3,5	2,2	-1,0	-11,3	5,3	5,6
Importaciones	2,6	3,2	-2,3	-4,3	-4,9	-17,7	-0,2	0,9
Saldo exterior (*)	1,2	0,9	1,4	1,6	1,4	2,8	1,3	1,1
PIB pm (% a/a)	-1,3	-0,3	-0,4	-0,8	0,9	-3,6	-0,6	0,7
PIB pm (% t/t)	0,1	0,1	-0,4	-0,3				
<b>Pro-memoria</b>								
PIB sin inversión en vivienda	-0,1	0,8	0,5	0,2	2,0	-1,8	0,4	1,1
PIB sin construcción	0,3	1,3	1,0	0,8	2,3	-2,2	0,8	1,5
Empleo total (EPA)	-3,6	-2,6	-2,4	-2,1	-0,5	-6,8	-2,7	-0,3
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	20,0	19,3	18,9	19,4	11,3	18,0	19,4	19,2
Empleo total (e.t.c.)	-3,6	-2,7	-2,5	-2,2	-0,6	-6,7	-2,7	-0,5

(\*) contribuciones al crecimiento

Fuente: INE y previsiones BBVA Research

2: Para los detalles sobre nuestro diagnóstico sobre el impacto de los cambios en la fiscalidad sobre la economía española véase Situación España, noviembre de 2009.

## **Aunque no se descarta que los efectos a corto plazo del proceso de consolidación fiscal sean muy limitados**

Si bien es cierto que las previsiones macroeconómicas en este informe muestran unas tasas de crecimiento ligeramente por debajo de las reportadas en nuestro escenario anterior (véase Global Outlook de mayo, 2010), también existen factores que podrían dar lugar a una mejora del escenario para la economía española. En primer lugar, la depreciación del euro de las últimas semanas fortalecerá de forma significativa las exportaciones españolas por dos vías: una mayor penetración en los mercados extra-UEM que presentan hoy día un mayor dinamismo de su demanda; y la sustitución de importaciones extra-UEM por importaciones intra-UEM en el conjunto de la unión monetaria.

En segundo lugar, es posible que el impacto de las medidas adicionales de consolidación fiscal termine siendo muy limitado si viene acompañado de las políticas adecuadas y si las incertidumbres hoy existentes en los mercados financieros internacionales disminuyen significativamente. En particular, la evidencia empírica muestra que en algunos episodios de fuerte reducción del déficit primario ha habido países que han terminado experimentando una expansión económica como consecuencia de un aumento de la demanda privada que más que compensa la caída de la demanda pública. Como se discute más adelante, el plan presentado por el Gobierno satisface una buena parte de las condiciones necesarias para que la demanda privada compense los efectos negativos de la disminución en el gasto público. Por lo tanto, no hay que descartar un impacto mayor de lo esperado del efecto riqueza y del aumento de la confianza que tiene la consolidación fiscal al restringir el crecimiento de la deuda pública, limitar el aumento de la prima de riesgo, imprimir credibilidad al plan y definir claramente las políticas detrás del proceso de reducción del déficit. Este efecto riqueza positivo y el aumento de la confianza son tanto más importantes cuando el proceso de consolidación fiscal es percibido como un "cambio de régimen", es decir, cuando viene acompañado de una serie de reformas estructurales que elevan el crecimiento económico. Dadas las necesidades de financiación exterior de la economía española, conseguir con estas medidas un aumento de la confianza de los inversores en los mercados financieros internacionales es especialmente importante.

## C. Un ajuste avanzado en el sector privado y un ajuste fiscal necesario y factible

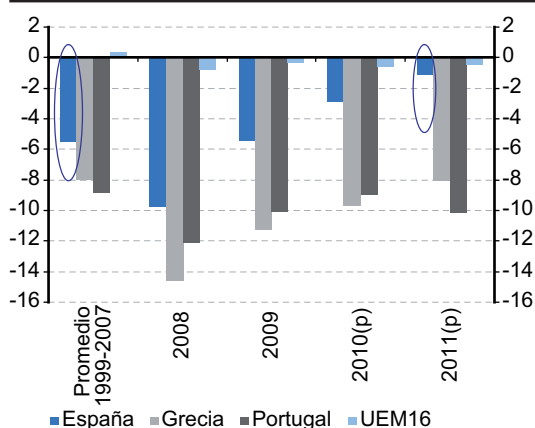
Más allá de la incertidumbre alrededor del escenario de corto plazo, es evidente que la economía española se encuentra inmersa en un proceso de ajuste significativo, que supone la corrección de algunos desequilibrios acumulados en la época de expansión, otros que se han dado como resultado de la respuesta a la crisis y otros que se han vuelto evidentes con ella. Por ejemplo, la corrección de las necesidades de financiación de la economía y el correspondiente proceso de desapalancamiento de empresas y familias que le acompaña suponen un lastre para la demanda interna en el medio plazo. Asimismo, el Gobierno utilizó intensamente la política fiscal con fines contracíclicos en 2008 y 2009, pero como ya se ha apuntado, el actual clima en los mercados de capital desaconseja claramente la permanencia de los impulsos por más tiempo. Finalmente, la crisis ha puesto en evidencia la ineficiencia del mercado laboral como llave de ajuste. Por lo tanto, es vital que, si se quieren introducir cambios en las perspectivas de crecimiento, se tomen decisiones ambiciosas que impliquen reformas estructurales de calado.

### La significativa reducción del déficit por cuenta corriente distingue a la economía española dentro de la UEM

Desde el establecimiento y funcionamiento de la moneda única, la evolución del sector exterior en España se ha caracterizado, en primer lugar, por el brusco deterioro del déficit corriente, deterioro presente en todas las sub-balanzas y especialmente en la balanza de bienes, y, en segundo lugar, por la marcada corrección del déficit a partir de mediados de 2008, liderada también por el ajuste en el saldo de la balanza de bienes. El ajuste del déficit corriente en España está siendo significativo; en particular, el déficit se redujo a la mitad hasta alcanzar el 5,4% del PIB en 2009 situando la previsión por debajo del 3% en el transcurso de los próximos dos años. En comparación con las economías europeas que han registrado un elevado déficit externo, España ha mantenido, de forma continua, un fuerte ritmo de corrección (véase el gráfico 11).

Gráfico 11

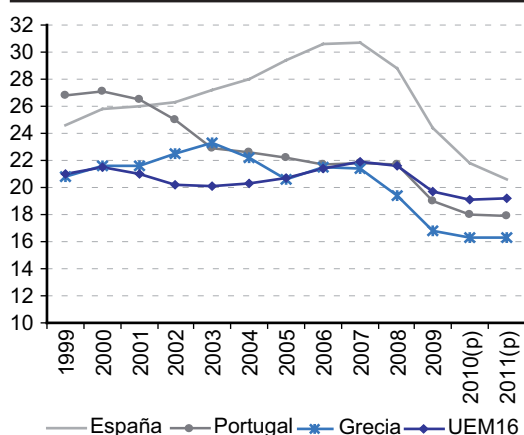
**España: balanza por cuenta corriente (En porcentaje del PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 12

**Tasa de inversión nacional (FBCF en porcentaje del PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Este ajuste se debe a una corrección del exceso de inversión acumulado en el pasado, más que a una falta de competitividad o a una baja tasa de ahorro

El deterioro del déficit por cuenta corriente registrado a partir de 2004, así como su incipiente corrección, se deben, en gran medida, a un exceso de inversión observado en el período previo a la crisis, más que a una baja tasa de ahorro (véase gráfico 12). A este último respecto, cabe mencionar que la economía española continúa registrando una tasa de ahorro comparativamente alta, alrededor del 20% del PIB, y siguiendo muy de cerca la tasa de ahorro de la zona euro. Como se explica a continuación, parte del exceso de inversión se puede explicar por el incremento observado en la inversión en vivienda.

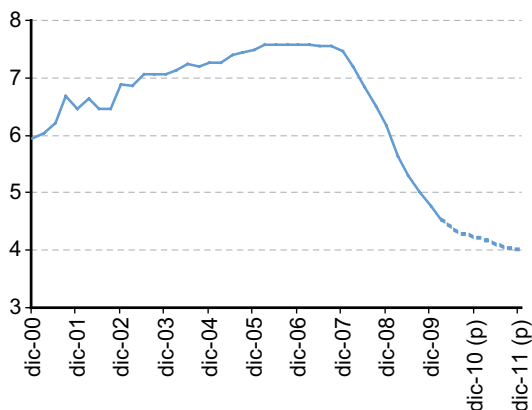
Por otro lado, durante la última década la economía española ha evidenciado una pérdida en algunos indicadores de competitividad de los bienes y servicios que produce. En particular, desde la entrada de España en el euro hasta mediados de 2004 el tipo de cambio real de los bienes comercializables se apreció en torno al 5% para estabilizarse a continuación. Este patrón de comportamiento indicaría que España habría agotado en 2004 la ventaja competitiva de entrar en el euro a un tipo de cambio nominal relativamente depreciado. La evidencia también manifiesta que el deterioro del tipo de cambio real ha sido particularmente acusado en el conjunto de bienes no comercializables, aunque esta apreciación tiende a estabilizarse en las últimas observaciones disponibles. Sin embargo, a pesar de la tendencia desfavorable registrada por estos indicadores de competitividad, lo cierto es que el nivel de competitividad de las exportaciones ha permanecido lo suficientemente alto como para que los bienes y servicios producidos en España hayan mantenido su cuota exportadora en el comercio mundial, todo ello en un contexto comercial caracterizado por la aparición de grandes productores como China e India en detrimento de potencias mundiales históricas como EE.UU., Reino Unido o Francia.

## Continúa el ajuste en cantidades en el mercado inmobiliario, aunque de manera más moderada

Parte del ajuste que se observa en la inversión, tiene que ver con la corrección de los desequilibrios acumulados en el mercado de la vivienda. En particular, se prevé que la inversión en vivienda como porcentaje del PIB pase desde el 9,3% en 2007 hasta el 4,5% en 2010 (véase gráfico 13). Este ajuste ha supuesto un cambio importante en el número de visados de vivienda de obra nueva que no ha dejado de descender desde mediados de 2007, lo que se ha trasladado directamente a una acusada reducción en las viviendas iniciadas, que es la respuesta óptima que se observa en el sector como resultado de un stock de vivienda nueva sin vender que necesita absorberse. Una de las consecuencias de este ajuste de la inversión residencial ha sido la disminución en la participación del empleo en el sector de la construcción sobre el empleo total, lo que se encuentra muy correlacionado con la disminución del déficit de la balanza por cuenta corriente, como muestra la evidencia internacional del gráfico 14.

Gráfico 13

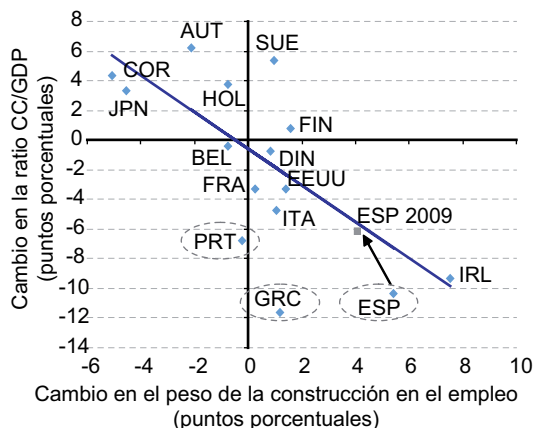
### España: inversión residencial sobre PIB (% , precios constantes)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 14

### Peso de la construcción en el empleo y saldo de la cuenta corriente: 1996-2007



Fuente: AMECO y BBVA Research

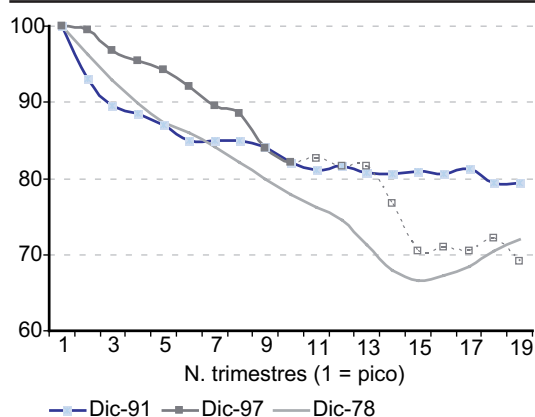


## La eliminación de la deducción por compra de vivienda, la corrección de precios y el mantenimiento de las condiciones de financiación impulsarán el inicio de la absorción del stock de vivienda sin vender en 2010

Tras casi tres años deprimida, la demanda residencial repuntó en el último trimestre de 2009, según los datos de transacciones de viviendas publicados por el Ministerio de Vivienda. Así, buena parte de la demanda que habría permanecido a la espera de una mejora de las expectativas sobre la economía y de las condiciones de financiación ha comenzado a regresar al mercado. Una tendencia con la que se espera seguir contando en 2010 y no sólo porque las condiciones de financiación van a seguir siendo atractivas. Por ejemplo, este será el último año en el que los compradores con una renta superior a los 24.000 euros brutos anuales podrán beneficiarse de la deducción por compra de vivienda, lo que previsiblemente acelerará la adquisición de aquellos que se mantienen dubitativos: teniendo en cuenta una hipoteca media, la eliminación de la deducción será equivalente a un incremento ex-ante del precio de la vivienda de entre el 6 y el 16%<sup>3</sup>. Además, aunque hasta la fecha el precio de la vivienda ha caído más de un 11% desde su nivel máximo,<sup>4</sup> a lo largo del presente año se seguirá asistiendo a nuevos recortes, probablemente menos intensos que en 2009, pero que, en cualquier caso, supondrán una mejora de las ratios de accesibilidad (véanse gráficos 15 y 16).

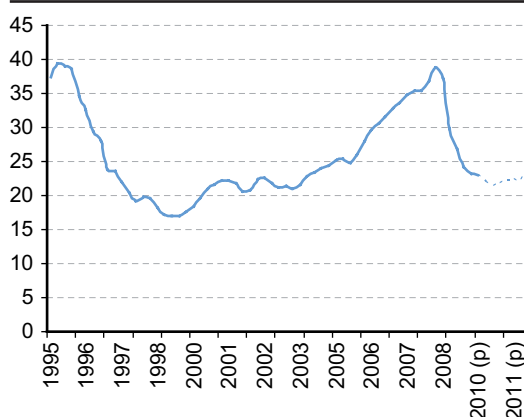
Todo lo anterior implicará que el stock de vivienda sin vender comience a absorberse a lo largo del presente año. Este proceso vendrá caracterizado por un drenaje desigual desde un punto de vista territorial, dependiendo de las condiciones particulares y de la situación de la vivienda en cuestión. Aquí, hay que recordar que no será necesario acabar con todo el stock de vivienda nueva sin vender para observar una recuperación de la inversión en el sector, sino sólo de unas 700 mil viviendas, ya que se necesita un nivel de inventarios para que el sector opere adecuadamente y porque, dada la enorme heterogeneidad existente por tipología y ubicación, una parte de las viviendas construidas se encuentran en zonas que no constituyen un presión de oferta sobre el resto del mercado. Más aún, cuando se toman en cuenta los fundamentales del mercado (creación de hogares, inmigración, demografía) la demanda potencial de vivienda por año se sitúa en torno a las 350 mil viviendas para los próximos años.

Gráfico 15  
**España: ciclos de los precios reales de vivienda (100= pico del ciclo)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 16  
**España: accesibilidad a la vivienda  
Esfuerzo sobre ingresos ponderados  
ajustados por la fiscalidad, %**



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Vivienda, INE y Registradores

3: Ex-post la eliminación de la deducción se reflejará en una reducción equivalente del precio. La abundante evidencia empírica existente para la economía española indica que las deducciones fiscales a la adquisición de la vivienda se trasladaban casi íntegramente a precios, por lo que terminaban beneficiando a vendedores en lugar de a los compradores.

4: Según las estadísticas oficiales que, por construcción, podrían estar reflejando con retraso la verdadera caída de precios en los mercados.

## El desapalancamiento de empresas y familias continúa de forma ordenada

Adicionalmente al ajuste en la inversión en el sector inmobiliario, empresas y familias están inmersas en un proceso de reducción de gasto para mejorar su posición de cara al fuerte crecimiento del endeudamiento observado durante los años de expansión. Por un lado, las perspectivas sobre el incremento en el ingreso de las familias se han visto afectadas por el ajuste de sus rentas salariales, producto de la disminución observada en el empleo. Asimismo, las caídas en el precio de sus activos (sobre todo el inmobiliario) han tenido un efecto directo sobre la valuación de la riqueza de las familias. Es en parte por esto que el ahorro de los hogares españoles ha tenido uno de los aumentos más significativos en Europa desde el inicio de la crisis (sólo inferior al observado en Irlanda), a pesar de que los niveles de ahorro eran relativamente altos, dado el proceso de convergencia y crecimiento que se dio en España durante los años recientes. Esto último explica, en parte, que la riqueza neta de los hogares se mantenga en niveles que se comparan muy favorablemente respecto a otros países como Reino Unido, Italia, Francia o Alemania.

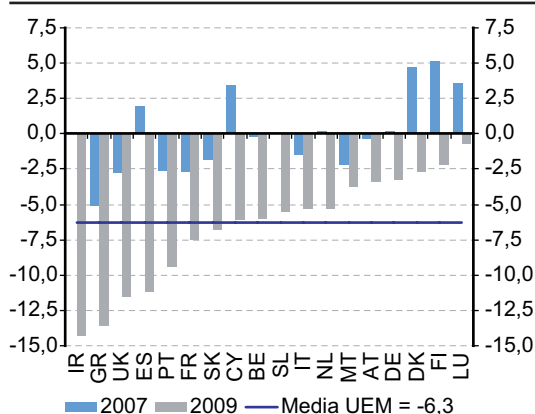
## El ajuste fiscal emprendido por el gobierno es necesario, ineludible y factible

Adicionalmente al ajuste que se viene percibiendo en ciertas partes del sector privado, el impulso fiscal implementado durante 2008 y 2009 y la caída de ingresos, como consecuencia de la corrección de determinados desequilibrios, necesita corregirse en 2010 y en los próximos años con una serie de medidas para contener el crecimiento del déficit y de la deuda pública. En particular, el año 2009 cerró con un déficit para el conjunto de las administraciones públicas españolas del 11,2% del PIB lo que ha supuesto un deterioro del déficit público de más de 13 p.p. respecto al superávit alcanzado a finales de 2007 (1,9%), justo al comienzo de la crisis económica. Aunque el deterioro en las cuentas públicas ha sido generalizado en todos los países de la UEM, el de España se encuentra entre los más elevados, tan sólo superado por el de Irlanda, cuyo déficit se ha visto incrementado en 14,4 p.p. hasta situarse en el -14,3% del PIB, y supera ampliamente los casi 6 p.p. en que se ha deteriorado el déficit del conjunto de los países de la UEM (-6,3% en 2009) (véase gráfico 17).

Aunque el deterioro del saldo presupuestario de las administraciones públicas españolas ha sido muy significativo y, en consecuencia, la deuda pública ha experimentado un fuerte aumento de 17 p.p. hasta situarse en el 53,2% del PIB en 2009, ésta permanece en niveles comparativamente bajos respecto al 78,7% registrado por la media de los países de la UEM (véase gráfico 18).

Gráfico 17

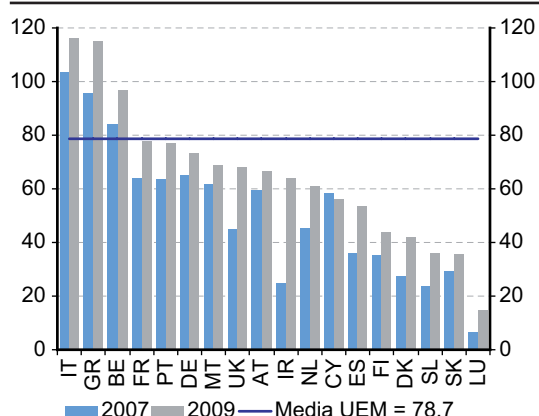
### Déficit público (en % del PIB)



Fuente: Eurostat

Gráfico 18

### Deuda pública (en % del PIB)



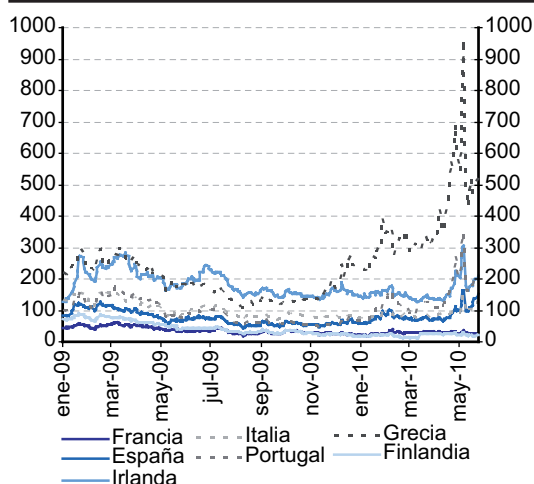
Fuente: Eurostat

Este deterioro generalizado del saldo presupuestario y el crecimiento sostenido de la deuda pública europea ha puesto en cuestión los niveles de solvencia de sus administraciones públicas. En los últimos meses esta incertidumbre se ha reflejado tanto en la rebaja de la calificación de la deuda pública de países como Grecia, Portugal o España, así como en el notable incremento de los diferenciales soberanos con respecto al bono alemán (véase gráfico 19). Este comportamiento de los diferenciales soberanos refleja, además de la creciente preocupación de los mercados internacionales sobre la capacidad de atender las obligaciones financieras futuras de algunos países, una menor disposición de los inversores a financiar a los estados, con lo que el coste del endeudamiento público se encarece. Como consecuencia de ello, el aumento de las primas de riesgo de la deuda pública repercute en un mayor coste de financiación del sector privado, penalizando la inversión privada y el crecimiento a medio y largo plazo.

De acuerdo a la literatura empírica existente, pueden identificarse dos determinantes fundamentales del comportamiento de los diferenciales soberanos: por un lado, al riesgo de crédito-país, que refleja la solvencia de las expectativas sobre la situación fiscal, y por otro lado, la aversión al riesgo internacional, que en tiempos de incertidumbre puede discriminar entre los diferentes países (Attinasi *et al.*, 2009). Utilizando como variable explicativa del riesgo de crédito país la media de las previsiones de la Comisión Europea<sup>5</sup> de la ratio de déficit público sobre PIB para los dos próximos años, medido en diferencial respecto a las previsiones de Alemania, en el gráfico 20 puede observarse que el mercado está penalizando más a aquellos países con unas expectativas de déficit público más elevadas.

Gráfico 19

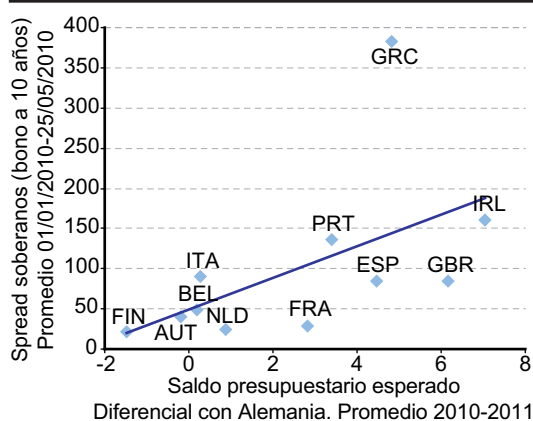
**Diferenciales soberanos: bono a 10 años**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 20

**Diferenciales soberanos vs saldo presupuestario esperado**



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg y AMECO

**En este contexto de deterioro progresivo de las cuentas públicas españolas y de la confianza de los mercados en la solvencia de las administraciones públicas, el Gobierno ha presentado un plan de ajuste fiscal en varias etapas**

Este proceso comenzó con los Presupuestos Generales del Estado para 2010 (PGE 2010), donde se contemplaba, además de las ya conocidas subidas del tipo impositivo del IVA y de las rentas del capital y de la retirada de parte de los estímulos fiscales aprobados en 2008<sup>6</sup>, un recorte del gasto corriente del Estado del 4% respecto al nivel alcanzado en 2009. El conjunto de todas estas medidas suponen, según los cálculos del Gobierno, un recorte del déficit de aproximadamente 1,7 p.p. del PIB.

5: Previsiones de primavera 2010.

6: Incremento de los tipos general del IVA del 16% al 18% y del tipo reducido del 7% al 8%; aumento del tipo impositivo de las rentas de capital del 18% al 19% para los primeros 6.000 euros y al 21% para el resto, y eliminación parcial de la deducción de 400 euros en el IRPF.

A estas medidas se le añadieron las aprobadas en la actualización del Programa de Estabilidad para 2009-2013, que dieron lugar al Plan de Acción Inmediata 2010, que representó un recorte adicional del gasto del Estado de 0,5 p.p. del PIB (de los cuales en torno al 60% corresponden a disminuciones de la inversión estatal, tanto directa como indirecta), y las medidas extraordinarias para la reducción del déficit público aprobadas en Consejo de Ministros de 20 de mayo tras las tensiones registradas en los mercados internacionales a comienzos de mes. El conjunto de estas últimas medidas, que no suponen un cambio en los objetivos a medio plazo, sino un adelanto temporal del proceso de consolidación fiscal, representan una disminución adicional del déficit público de 1,5 p.p. del PIB (0,5 p.p. en 2010 y 1,0 p.p. en 2011). Entre las medidas de mayor impacto se incluye la reducción y congelación de los salarios públicos y el recorte adicional de la inversión pública.

Gráfico 21

### Detalles del plan de ajuste fiscal

Medidas	Reducción en el déficit público (% del PIB)	Detalles de las medidas
Retirada medidas discrecionales	2,7%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Plan E en infraestructuras (0,8% del PIB)</li> <li>Eliminación de la deducción de 400 euros en el IRPF</li> </ul>
Aumento de los ingresos	1,0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Subida 2 p.p del IVA, de tributación de las rentas de capital y otros impuestos indirectos</li> </ul>
Plan de acción inmediata	0,5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reducción de inversión y consumo público</li> </ul>
Plan de ajuste presentado a la CE	1,5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reducción de 5% en retribuciones y congelación salarial (0,6% del PIB)</li> <li>Reducción de la inversión pública (0,6% del PIB)</li> <li>No revalorización de pensiones y políticas sociales</li> </ul>
Impacto cíclico en el déficit	1,0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mejora cíclica hacia 2013</li> </ul>
Medidas adicionales necesarias	≈ 1,5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se reduce la incertidumbre sobre la efectividad del plan de ajuste</li> </ul>
	8,2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>El déficit pasa del 11,2% en 2009 al 3% del PIB en 2013</li> </ul>

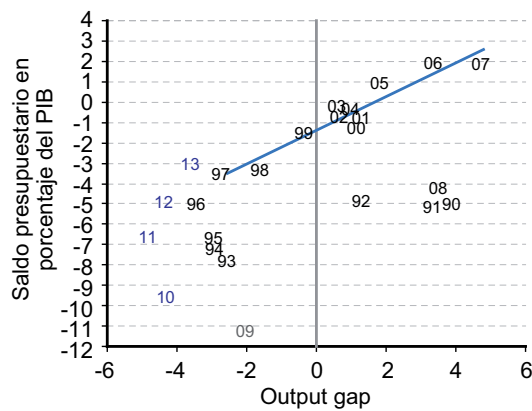
Fuente: BBVA Research

En resumen, todas las medidas de ajuste fiscal presentadas por el Gobierno van dirigidas a cumplir con el objetivo del déficit del 3% en 2013, concentrando la mayor parte del esfuerzo en la reducción del gasto público (aproximadamente un 80%). Esto significaría que, tal y como puede observarse en el gráfico 22, de cumplirse estas previsiones, el déficit estructural de 2013 volvería a situarse en torno al -1%, nivel similar al existente justo antes del inicio de la crisis, representando un ajuste medio anual del saldo estructural no menor a 1,5 p.p., de acuerdo a los compromisos adquiridos con la Comisión Europea. De esta forma, con las últimas medidas del Gobierno, el déficit estructural se vería reducido entre 2009 y 2011 (una vez eliminadas las medidas de impulso fiscal que supusieron un 2,7% del PIB en 2009) en torno a 4 p.p., quedando pendiente entre 1,5 y 2 p.p. del PIB en los dos últimos años del periodo de consolidación. Si bien el ajuste propuesto es exigente y ambicioso, no es la primera vez que la economía española afronta un reto similar. Así durante el periodo 1993-1997 el déficit estructural se vio reducido en algo más de 4 p.p. (véase gráfico 23).

En este sentido, la consecución de dicho objetivo es factible si todos los niveles de administraciones públicas adoptan un compromiso firme y riguroso de contención del gasto corriente. Para ello sería conveniente introducir medidas adicionales de control del gasto público como la determinación de un techo de gasto para las comunidades autónomas. Adicionalmente, y dado que la caída de los ingresos públicos experimentada a lo largo de los últimos años se debe a un deterioro estructural de las bases imponibles sería necesario acompañarlas de otras reformas absolutamente necesarias, tales como la reforma del mercado laboral, que consoliden y aceleren la recuperación económica, disminuyendo la incertidumbre sobre las solvencias de las administraciones públicas españolas.

Gráfico 22

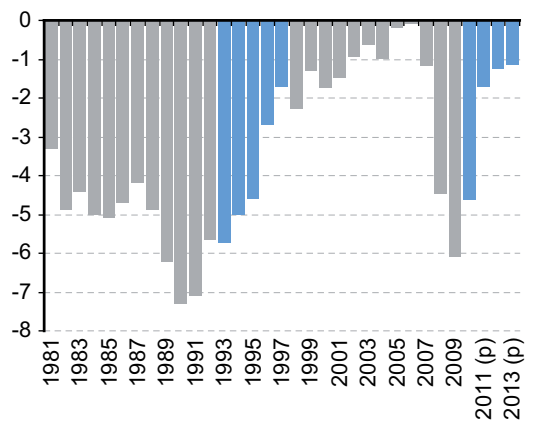
**España:**  
**saldo presupuestario vs output gap**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 23

**España:**  
**saldo estructural de las AA.PP (en % del PIB)**



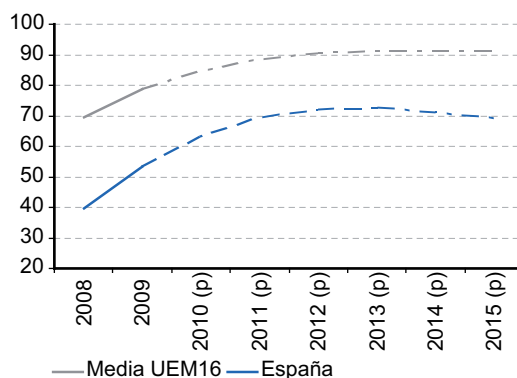
Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

**Pese al notable incremento de la deuda pública española, como consecuencia de los déficit acumulados, seguirá estando en niveles inferiores a los de la UEM**

Como resultado de este escenario, que en definitiva prevé seguir acumulando déficit a lo largo de los próximos años, la deuda pública se situará a finales de 2010 por encima del límite del 60% establecido en el Protocolo de Déficit Excesivo, para terminar el horizonte de consolidación fiscal en torno al 73% del PIB (véase gráfico 24). Con estas cifras la deuda pública se verá incrementada en más de 25 p.p. en cuatro años (lo que en términos absolutos supone más que duplicar los 381 mil millones de 2007), pese a ello quedaría todavía lejos del 91% esperado para la media de los países de la UEM a finales de 2013. Una vez alcanzado el objetivo de convergencia, y bajo el supuesto que el saldo estructural permanece constante en torno al -1% en el largo plazo, la deuda pública española iría reduciéndose progresivamente, hasta situarse por debajo del límite del 60% en el 2021. De cumplirse este escenario, la deuda pública sería claramente sostenible, dejando margen para afrontar las tensiones que sobre las cuentas públicas plantea el envejecimiento de la población a medio y largo plazo, que necesariamente deberían dar lugar en los próximos años a una reforma del sistema de pensiones, dentro del Pacto de Toledo, con la finalidad de indiciar la edad de jubilación al aumento de la esperanza de vida y de calcular la base de las pensiones en función de las cotizaciones efectuadas durante toda la vida laboral.

Gráfico 24

**España: deuda pública en % del PIB**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH y Gobierno

## **El plan de ajuste fiscal satisface una buena parte de las condiciones necesarias para que la demanda privada compense los efectos negativos de la disminución en el gasto público**

Dada la incertidumbre existente en los mercados financieros se hace particularmente complicado evaluar los efectos sobre el crecimiento a corto plazo de la aceleración del ajuste fiscal emprendido por el Gobierno español, al igual de lo que ocurre en el resto de Europa. En situaciones de estrés fiscal por problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas, un ajuste fiscal creíble acompañado de una mejora del entorno macroeconómico puede conseguir que el aumento del consumo y de la inversión privados, como consecuencia de la mejora de las expectativas, y de las exportaciones netas más que compensen la caída del gasto público y, por lo tanto, tener efectos expansivos incluso a corto plazo. Las consolidaciones fiscales de Irlanda (1985-1989), Dinamarca (1983-1986) o España (1993-1999) son buenos ejemplos de ello. Sin embargo, en un entorno de elevada incertidumbre en el que las expectativas no mejoren rápidamente, el ajuste fiscal puede incidir negativamente sobre el crecimiento. No obstante, estos efectos negativos a corto plazo del ajuste fiscal pueden verse compensados por la rápida depreciación que ha experimentado el euro en los últimos meses y el dinamismo que esta mostrando el sector exportador español.

Al margen de estos factores, que actúan en direcciones contrarias, la evaluación de los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de la economía española en 2010 y 2011 se ve condicionada por otros elementos que es necesario tener en cuenta. En primer lugar, las medidas dan certidumbre respecto al tamaño de la consolidación fiscal necesaria y a su composición. De esta manera, se confirma que la mayor parte del ajuste será en gasto público, lo que maximiza la probabilidad de éxito del plan y minimiza su impacto a largo plazo sobre el crecimiento económico. En segundo lugar, las medidas de ajuste aceleran en el tiempo el programa de consolidación fiscal ya anunciado con anterioridad sin cambiar sus objetivos para 2013, sólo el ritmo de disminución del déficit público. En este sentido, las medidas no conllevan reducciones adicionales del déficit público en el medio plazo, sino simplemente un adelantamiento de las políticas fiscales que se hubieran llevado a cabo en 2012 y 2013. En tercer lugar, los efectos riqueza y el aumento de la confianza que implica la consolidación fiscal puedan ser significativos, al restringir el crecimiento de la deuda pública, limitar el aumento de la prima de riesgo, imprimir credibilidad al plan y definir claramente las políticas detrás del proceso de reducción del déficit.

Como resultado de todos estos factores, nuestra evaluación central en el contexto actual es que la aceleración del ajuste fiscal tendrá un efecto equivalente a  $-0,1\%$  en el PIB de 2010 y de  $-0,3\%$  en el PIB de 2011, respecto a nuestro escenario anterior que ya incorporaba la senda de consolidación fiscal del Programa de Estabilidad presentado a comienzos de año. No obstante, estos efectos podrían ser incluso menores si se redujeran significativamente las incertidumbres en los mercados financieros internacionales y sin el proceso de consolidación fiscal fuese percibido como un "cambio de régimen" por parte de los agentes económicos. Para ello, el ajuste fiscal necesita venir acompañado de una serie de reformas estructurales que eleven el crecimiento económico y que suponen una mejora significativa de la confianza de los agentes económicos. Dadas las necesidades de financiación exterior de la economía española, conseguir con estas medidas un aumento de la confianza de los inversores en los mercados financieros internacionales es especialmente importante. A corto plazo, y sin perjuicio de otras reformas que deben llevarse a cabo más adelante, resultan cruciales tanto el resultado final del proceso de reestructuración del sistema financiero español como la reforma laboral.

## D. Las reformas estructurales son cruciales para la reducción del endeudamiento y para aumentar el crecimiento

### **Sistema financiero español: una reestructuración que es ineludible abordar con rapidez y eficacia**

#### **Aunque los problemas de solvencia del sector financiero español son acotados, es importante abordarlos con decisión, especialmente en un contexto como el actual de altas primas de riesgo y falta de confianza de los mercados**

No hay duda de que el sistema financiero español en términos agregados es sólido. Al mismo tiempo, el sistema presenta un elevado grado de heterogeneidad, con un grupo limitado de entidades que pueden tener problemas de solvencia.

Para obtener una estimación de las necesidades de capital del sistema financiero español, se realizó un ejercicio proyectivo en línea con los escenarios macroeconómicos y financieros presentados en esta publicación. Para ello, se definió que una entidad presenta unas necesidades de capital cuando su ratio tier 1 es inferior al 7% y se fijó el horizonte de proyección en finales de 2013. El ejercicio se repitió desde dos ópticas diferentes: *top-down* proyectando las magnitudes agregadas del sistema financiero, y *bottom-up* utilizando los datos de cada una de las entidades y agregando los resultados. Ambos ejercicios dieron lugar a conclusiones muy similares. Las principales partidas proyectadas fueron dos. En primer lugar, se estimó el beneficio antes de provisiones, para lo que se utilizó el escenario de tipos de interés y los saldos vivos y diferenciales correspondientes a los negocios de crédito, depósitos y fondeo. En segundo lugar, se proyectaron las provisiones a dotar a partir de la evolución esperada de la calidad de las carteras (su morosidad prevista) y el fondo genérico de partida.

A partir de este análisis, se estimaron unas necesidades de capital, en el escenario económico descrito en esta revista de recuperación lenta y débil, que son acotadas y perfectamente asumibles por la economía española. El grueso del sistema bancario español exhibe un exceso de capital. Además, de acuerdo con nuestras estimaciones, las necesidades de capital para las entidades con problemas se situarán en el entorno del 5% del PIB. Esta cifra equivale a, aproximadamente, la mitad del endeudamiento máximo que puede alcanzar el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

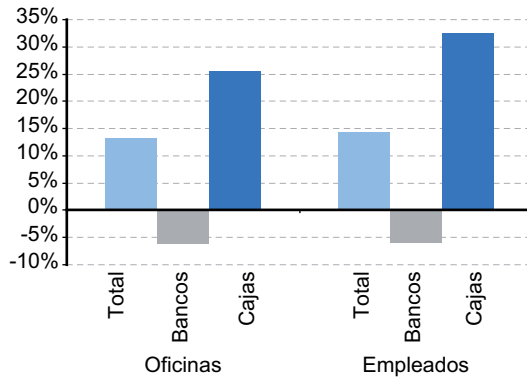
### **Es urgente abordar el problema de la sobrecapacidad del sistema financiero español**

Aunque se han anunciado algunos procesos de consolidación, es necesario dar un impulso decidido para conseguir una reestructuración significativa y rápida, que despeje las dudas existentes en los mercados financieros internacionales sobre estas entidades, para que puedan obtener la financiación exterior necesaria con la que apoyar los procesos de inversión empresarial que requerirá la recuperación económica.

En la última década, el número de oficinas en el sector financiero ha aumentado un 12% con un comportamiento muy asimétrico entre los bancos, que han reducido en un 5% el número de oficinas, y las cajas de ahorros, que lo han aumentado en un 25%, tal y como se observa en el gráfico 25. El reto hacia delante es abordar una reestructuración del sector que permita reducir esta sobrecapacidad en las entidades en las que se concentra este exceso de capacidad.

Gráfico 25

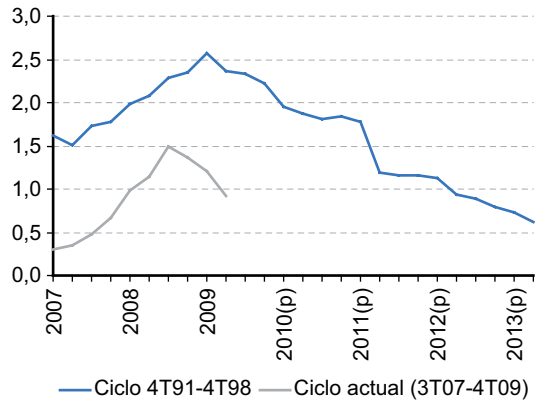
**España: evolución del número de oficinas y empleados (tasa de crecimiento de 2000 a 2009)**



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Gráfico 26

**España: tasa de incumplimiento, crédito al sector privado\* (%)**



\* Tasa de incumplimiento: número de operaciones que entran en mora en el trimestre sobre número de operaciones en cartera, total crédito al sector privado  
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

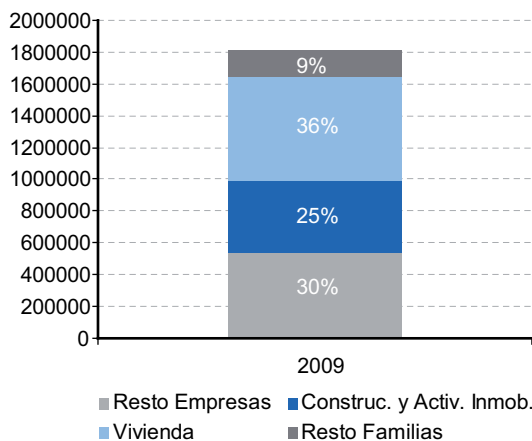
**El sector cuenta con algunos elementos de soporte. En primer lugar, el ciclo de mora es menos acuciante que en ciclos bajistas anteriores**

En un contexto de bajo crecimiento y destrucción de empleo, se ha producido un aumento de la tasa de mora del sistema financiero español. Sin embargo, dicho aumento es moderado cuando se compara con episodios previos de desaceleración de la economía. Para poder realizar una adecuada comparación, se utiliza la tasa de incumplimiento de la cartera de crédito del sistema. Esta tasa recoge el número de operaciones que entran en mora en cada trimestre respecto al número total de operaciones que tiene el sector financiero en su cartera de crédito. Como se recoge en el gráfico 26, en el que se compara el ciclo actual con el de los años noventa, a pesar su reciente aumento, la tasa de incumplimiento del sistema financiero continúa siendo sustancialmente inferior a la del ciclo anterior.

Para poner la morosidad de las carteras de crédito en perspectiva, hay que tener en cuenta que una parte importante de los créditos tiene garantía real. De hecho, el 36% de la cartera de crédito lo constituye crédito vivienda. Ahora bien, existe una notable heterogeneidad por entidades en lo que respecta a la exposición al sector inmobiliario, tal y como se observa en el gráfico 28.

Gráfico 27

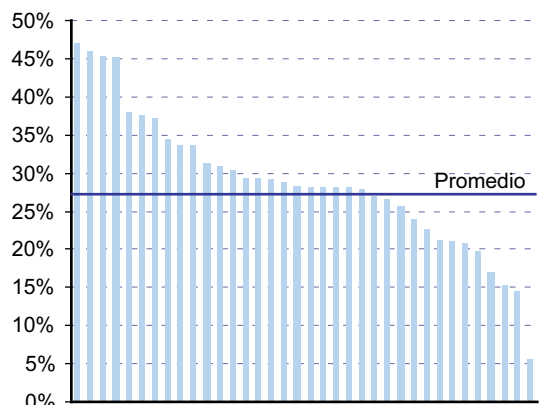
**España: saldo vivo de crédito al sector privado (millones de EUR)**



Fuente: Banco de España

Gráfico 28

**España: peso del sector construcción y actividades inmobiliarias sobre la cartera de crédito de las entidades financieras**



Fuente: Entidades y analistas

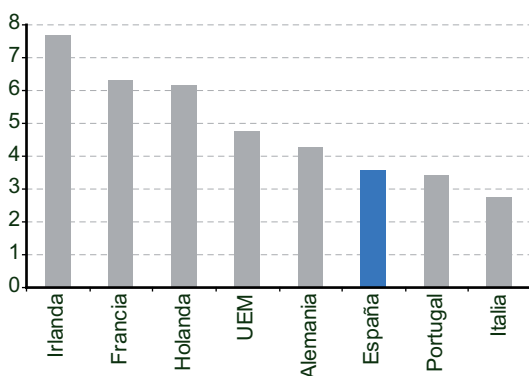


## En segundo lugar, un modelo de banca universal supone una diversificación de los recursos

Como corresponde a una banca con un fuerte componente minorista, se cuenta con una base importante de depósitos. Éstos suponen el 65% del total de los pasivos bancarios y cubren el 88% de los créditos. En este contexto, la apelación al BCE del sistema financiero español está en línea con la media de la UEM, como refleja el gráfico 30.

Gráfico 29

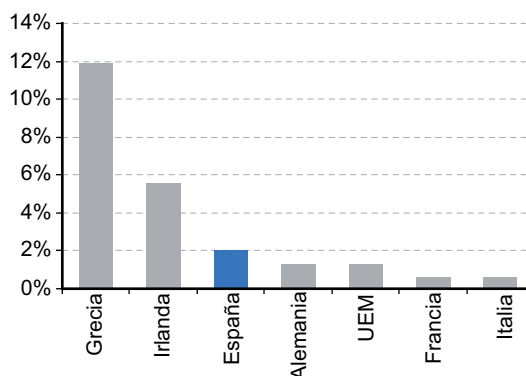
### Activos bancarios sobre PIB (2009)



Fuente: BBVA Research a partir de Fitch y BCE

Gráfico 30

### Bancos UEM: % de activos financiados por la liquidez del BCE



Fuente: BBVA Research a partir de Datastream y Bancos Centrales

## La segunda reforma estructural crucial que debe implementarse urgentemente es la del mercado laboral

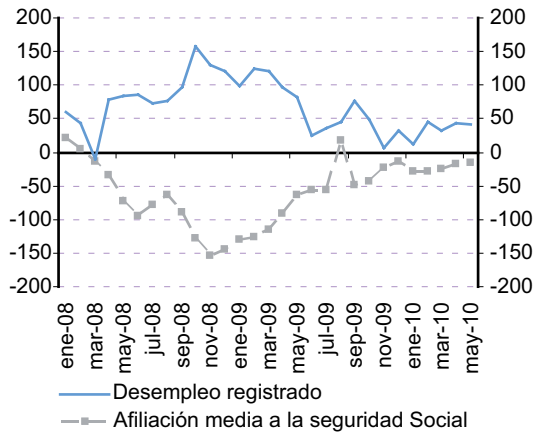
Esto traería una mejora en las expectativas de empleo que supondría ajustes menos importantes en los procesos de desapalancamiento, desinversión y consolidación fiscal, fortaleciendo la posición de familias, empresas y sector público. Sin embargo, la crisis ha mostrado las carencias e ineficiencias existentes en el mercado laboral español, que levantan dudas e incógnitas. En particular, dada la coyuntura actual, surgen dos preguntas específicas: ¿a partir de qué tasa de crecimiento podría comenzarse a crear empleo? ¿Qué se puede hacer para acelerar este proceso?

Respecto a la primera pregunta, cabe destacar que el empleo ha experimentado una moderación de su ritmo de contracción durante los últimos meses. Así, corregidos los datos brutos de los efectos estacionales y de calendario propios de cada mes, el incremento del número de desempleados registrados en los Servicios Públicos de Empleo parece haberse estabilizado en torno a las 40 mil personas durante el último cuatrimestre, cifra significativamente inferior al promedio del segundo semestre de 2008 y primer trimestre de 2009 (110 mil), pero ligeramente por encima de la estimada durante el cuatrimestre precedente (25 mil) (véase el gráfico 31). Dada la reducción de la ocupación –principalmente, de carácter temporal<sup>7</sup>– la tasa de desempleo se incrementó hasta alcanzar el 20% en el primer trimestre de 2010 (véase el gráfico 32).

7: Nótese que la destrucción de empleo durante la crisis actual en España se explica, principalmente, por la no renovación de los contratos temporales: desde el primer trimestre de 2008, más de 1,5 millones de asalariados –en términos netos– han perdido su empleo. Un 90% de ellos tenían un contrato temporal.

Gráfico 31

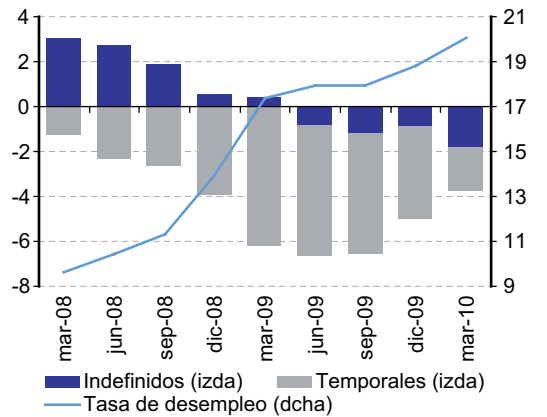
**España: desempleo registrado y afiliación media a la Seguridad Social (Variación mensual en miles de personas. Datos CVE)**



\* CVE: corregidos de variaciones estacionales  
Fuente: BBVA Research a partir de datos del MTIN

Gráfico 32

**España: contribuciones al crecimiento interanual del empleo asalariado por tipo de contrato y tasa de desempleo (%)**



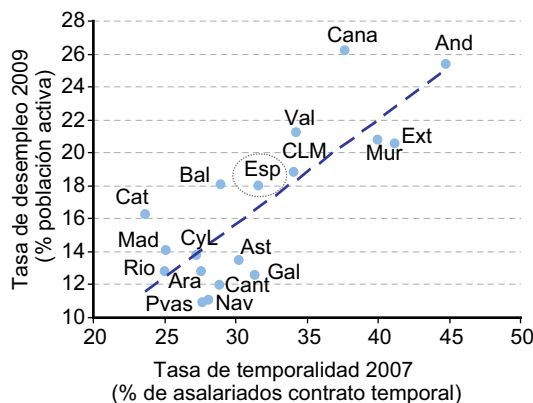
Fuente: BBVA Research a partir de INE

**Con todo, el cambio en la tasa de desempleo no ha sido homogéneo desde una perspectiva territorial**

En términos generales, aquellas comunidades autónomas cuya tasa de desempleo ha experimentado un aumento mayor son las que exhibían una tasa de temporalidad más elevada en el periodo precrisis, tal y como se puede observar en el gráfico 33. Del mismo modo, el gráfico 34 muestra que relación entre tasa de desempleo y tasa de temporalidad también se verifica a nivel de país.

Gráfico 33

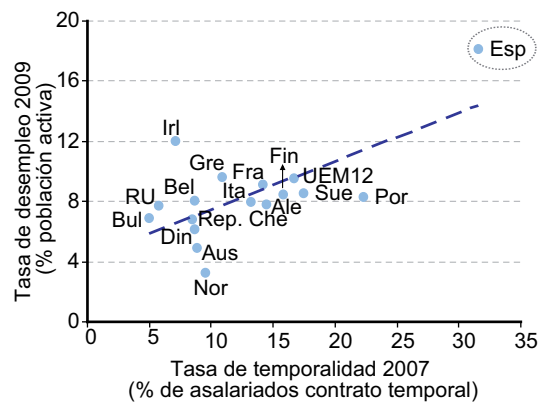
**España: tasa de temporalidad en 2007 vs tasa de desempleo en 2009**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 34

**Tasa de temporalidad en 2007 vs tasa de desempleo en 2009**



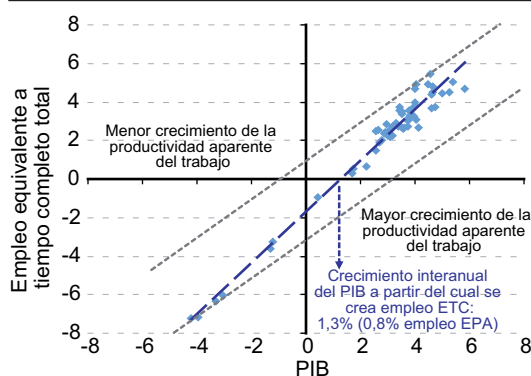
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

## La economía necesita crecer por encima del 1% para crear empleo

Teniendo en cuenta la evolución prevista de la actividad económica durante los próximos trimestres, cabe preguntarse si la economía española está abocada a una recuperación sin empleo. Al respecto, el gráfico 35 muestra que desde mediados de la década de los 90 fueron necesarias tasas de crecimiento económico interanuales superiores al 1,3% para incrementar el número de ocupados (equivalentes a tiempo completo). Si bien la intuición dicta que ante el agotamiento del impulso ejercido por un sector intensivo en empleo, como el de la construcción, el umbral de crecimiento para aumentar la ocupación debería ser mayor, los datos sugieren lo contrario.<sup>8</sup> Así, cuando se excluye el sector de la construcción del análisis, el resto de la economía tan sólo necesitó crecer por encima del 1,1% para generar empleo (véase el gráfico 36).

Gráfico 35

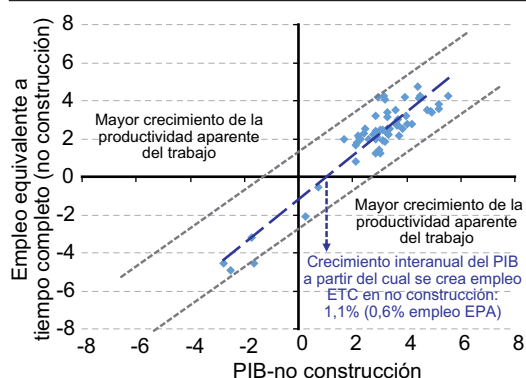
### España: PIB y empleo equivalente a tiempo completo (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de INE

Gráfico 36

### España: PIB y empleo equivalente a tiempo completo excluido el sector de la construcción (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Sin embargo, para reducir el desempleo estructural e incrementar la productividad aparente del factor trabajo son necesarias reformas apropiadas

Aunque la economía española fuese capaz de crear empleo con aumentos del PIB cercanos al 1%, una senda de crecimiento como la prevista en ausencia de reformas estructurales no permitiría reducir de forma significativa la persistentemente elevada tasa de desempleo estructural<sup>9</sup> (véase el gráfico 37). Del mismo modo, un cambio de modelo productivo que no contemple la implementación de medidas tendentes a resolver eficazmente las disfuncionalidades del mercado laboral, podría provocar un incremento relativo de la demanda de empleo cualificado, pero no garantizaría la absorción del conjunto de desempleados de baja cualificación procedentes de sectores en declive.

Para crear empleo con una intensidad suficiente que asegure una rápida reducción de la tasa de desempleo, es necesario que la economía española crezca muy por encima del umbral del 1% a partir del cual podría crearse empleo. Tan sólo la implementación de reformas apropiadas en el mercado laboral que reduzcan la dualidad, refuercen la correlación entre el crecimiento salarial y la evolución de la productividad intra empresa y aumenten la eficacia y eficiencia de las políticas activas de empleo y del sistema de prestaciones por desempleo, facilitaría simultáneamente un aumento de la productividad y una disminución relativamente acelerada del desempleo<sup>10</sup>, tal y como se puede observar en el gráfico 38.

8: Ello se debe, entre otros aspectos, a que este sector incluye la construcción de obra civil (poco intensiva en mano de obra) y la construcción residencial (muy intensiva en mano de obra).

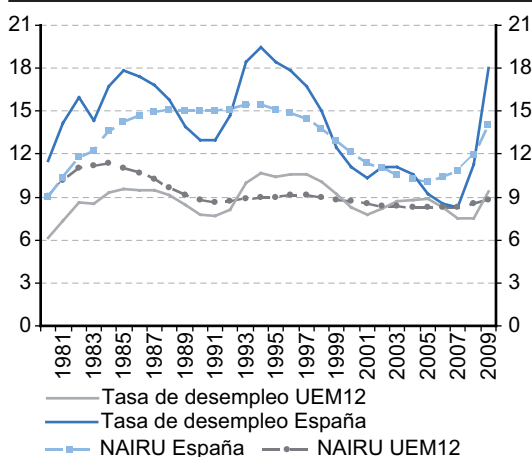
9: Incluso en el pico de creación de empleo (año 2007), la tasa de desempleo española tan sólo disminuyó hasta el 8,3%.

10: Andrés y Doménech (2010) documentan la dificultad de crear empleo y aumentar la productividad comparando la ley de Okun (la relación entre crecimiento y variación del desempleo) en España con la de la UE15. Mientras que la relación entre ambas variables ha permanecido bastante estable en Europa, en España la ley de Okun se ha hecho más inclinada desde 1983, lo que implica una extraordinaria capacidad para reducir el desempleo en las expansiones, muy superior a la de la economía europea incluso en una época de fuerte crecimiento de la población activa y, sin embargo, aumentarlo rápidamente en las recesiones.

De acuerdo a nuestras estimaciones, la implementación de éstas y otras reformas complementarias en los mercados de bienes y servicios, podrían elevar el crecimiento potencial de la economía española nuevamente a niveles cercanos al 3% durante los próximos 15 años. Como ya se ha mencionado anteriormente, estas reformas son clave para incentivar la creación de empleo, facilitar el cambio hacia una economía más eficiente y productiva, y permitir un despalancamiento más rápido, tanto en el sector privado como en el sector público.

Gráfico 37

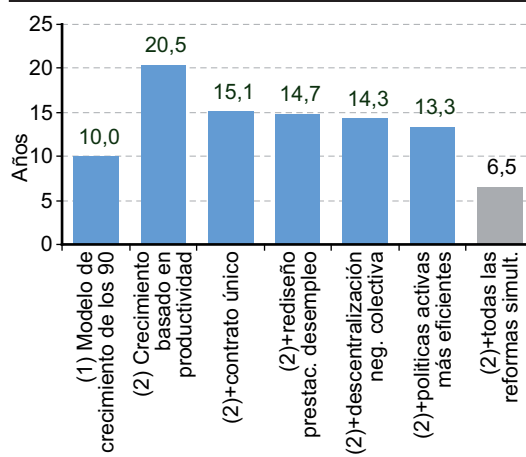
**España vs UEM12: tasa de desempleo (% de la población activa)**



NAIRU: tasa de desempleo no aceleradora de la inflación  
Fuente: BBVA Research a partir de datos AMECO

Gráfico 38

**España: tiempo necesario para reducir 10 puntos porcentuales la tasa de desempleo bajo diversos escenarios**



Fuente: BBVA Research a partir de Andrés *et al.* (2009)

## Cuadros

Cuadro 1

### Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas anuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,4	3,0	2,5
UEM	2,7	0,5	-4,0	0,7	1,3
Alemania	2,6	1,0	-4,8	0,4	1,8
Francia	2,3	0,3	-2,1	0,6	1,1
Italia	1,4	-1,3	-5,1	0,6	1,1
España	3,6	0,9	-3,6	-0,6	0,7
Reino Unido	2,6	0,5	-4,9	0,8	1,5
América Latina *	5,8	4,0	-2,5	4,6	4,0
México	3,3	1,5	-6,6	5,0	3,8
LatAm5 **	7,8	5,0	-1,4	2,9	3,6
Asia	7,3	4,0	1,8	5,8	5,3
China	14,2	9,6	8,7	9,8	9,2
Asia (exc. China)	5,1	2,1	-0,8	4,2	3,8
Mundo	5,3	3,0	-0,7	4,2	4,1

Fuente: BBVA Research

Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

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

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

Cuadro 2

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

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,6	3,6	3,2	3,9	4,3
UEM	4,2	4,0	3,3	3,3	3,6

Fuente: BBVA Research

Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

Cuadro 3

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

Dólares (\$) por moneda nacional	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos (EUR por USD)	0,73	0,68	0,72	0,78	0,84
UEM	1,37	1,47	1,39	1,29	1,19
Reino Unido	2,00	1,82	1,56	1,52	1,43
China	7,61	6,95	6,83	6,70	6,39

Fuente: BBVA Research

Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

Cuadro 4

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

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,33	0,63	0,25	0,13	1,25
UEM	4,00	2,50	1,00	1,00	1,25
China	6,93	6,86	5,31	5,65	5,99

Fuente: BBVA Research  
 Fecha de cierre: 30 de abril de 2010

Cuadro 5

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

	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo hogares	1,6	0,4	-1,0	0,1	0,6
Consumo AA.PP.	2,3	2,1	2,3	0,9	0,5
FBCF	4,7	-0,9	-10,8	-2,8	0,6
Equipo y otros productos	7,8	0,8	-15,5	-2,3	0,3
Equipo	8,4	0,7	-17,1	-2,4	-0,2
Construcción	2,3	-2,1	-7,2	-2,8	0,9
Vivienda	1,2	-4,7	-9,4	-4,7	-0,8
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>
Exportaciones	6,3	0,8	-12,8	6,2	7,6
Importaciones	5,5	0,9	-11,4	4,8	6,7
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>PIB pm (% a/a)</b>	<b>2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>
<b>Pro-memoria</b>					
PIB sin inversión en vivienda	2,8	0,8	-3,7	1,0	1,4
PIB sin construcción	2,8	0,8	-3,7	1,2	1,3
Empleo total (EPA)	2,0	0,9	-1,8	-0,5	0,3
Tasa de Paro (% Activos)	7,5	7,6	9,4	10,4	10,6
Saldo cuenta corriente (% PIB)	0,1	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5
Saldo de las AA.PP. (% PIB)	-0,6	-2,0	-6,3	-6,6	-5,2
IPC media anual	2,1	3,3	0,3	1,0	1,2

(\*) Contribución al crecimiento del PIB  
 Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 6

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

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Actividad</b>					
PIB real a precios de mercado	3,6	0,9	-3,6	-0,6	0,7
Consumo Privado	3,6	-0,6	-5,0	-0,2	0,4
Consumo Público	5,5	5,5	3,9	1,4	0,2
Formación bruta de capital fijo	4,6	-4,4	-15,2	-8,8	-2,7
Bienes de equipo	9,0	-1,8	-22,9	-3,8	-0,1
Construcción	3,2	-5,5	-11,1	-9,4	-3,7
Vivienda	3,0	-10,3	-24,5	-16,5	-5,6
Resto	3,3	-0,4	1,6	-4,3	-2,4
Otros Productos	3,6	-4,3	-17,3	-13,7	-2,6
Variación de existencias (*)	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	4,4	-0,5	-6,4	-1,9	-0,4
Exportación bienes y servicios	6,6	-1,0	-11,3	5,3	5,6
Importación bienes y servicios	8,0	-4,9	-17,7	-0,2	0,9
Saldo exterior neto (*)	-0,9	1,4	2,8	1,3	1,1
PIB a precios corrientes	7,0	3,4	-3,4	0,4	1,5
Miles de millones de euros	1052,7	1088,5	1051,2	1055,3	1071,2
<b>Precios y Costes</b>					
Deflactor del PIB	3,3	2,5	0,2	1,0	0,8
Deflactor consumo hogares	3,2	3,7	-0,7	1,8	0,9
IPC	2,8	4,1	-0,3	1,2	1,0
Remuneración por asalariado	4,5	6,1	3,7	1,8	2,4
Coste laboral unitario (CLU)	3,8	4,6	0,4	-0,3	1,2
<b>Sector exterior</b>					
Balanza comercial (% PIB)	-8,7	-8,0	-4,3	-2,8	-1,6
Balanza por Cuenta Corriente (% PIB)	-10,0	-9,7	-5,4	-3,0	-1,1
<b>Sector público</b>					
Deuda (% PIB)	36,2	39,7	53,2	63,7	69,8
Saldo AA.PP. (% PIB)	1,9	-4,1	-11,2	-9,6	-6,6
<b>Mercado de trabajo</b>					
Población activa, EPA	2,8	3,0	0,8	-1,0	-0,7
Empleo EPA	3,1	-0,5	-6,8	-2,7	-0,3
Variación en miles de personas	608,3	-98,3	-1369,7	-508,0	-59,5
Empleo CNTR (tiempo completo)	2,8	-0,6	-6,7	-2,7	-0,5
Tasa de Paro (% Población activa)	8,3	11,3	18,0	19,4	19,2
Productividad	0,7	1,5	3,1	2,1	1,2
<b>Hogares</b>					
Renta disponible real	3,0	2,2	1,8	-1,4	-0,4
Renta disponible nominal	6,3	6,0	1,1	0,4	0,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	10,7	12,9	18,8	17,8	17,1

(\*) Contribución al crecimiento del PIB

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

## Referencias

Andrés, J., J. E. Boscá, R. Doménech y J. Ferri. (2009): "Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or Both?", Working Paper 10/13. BBVA Research

Andrés, J. y R. Doménech (2010): "Cambio de Modelo y Creación de Empleo en España: ¿Podemos Permitirnos no Reformar el Mercado Laboral?". En Dolado, J. J. y F. Felgueroso (coordinadores): Propuesta para la reactivación laboral en España. Fedea. Madrid. (Disponible en: [http://www.crisis09.es/propuesta/?page\\_id=755](http://www.crisis09.es/propuesta/?page_id=755))

Attinasi, M-G., Checherita, C. and Nickel, C. (2009), "What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-2009", European Central Bank, Working paper series, No. 1131



## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*Economista Jefe*

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

España  
**Miguel Cardoso**  
+34 91 374 39 61  
miguel.cardoso@grupobbva.com

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

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

**Pep Ruiz**  
+34 91 537 55 67  
ruiz.aguirre@grupobbva.com

**Juan Ramón García**  
+34 91 374 33 39  
juanramon.gl@grupobbva.com

**Camilo Andrés Ulloa**  
+34 91 537 84 73  
camiloandres.ulloa@grupobbva.com

**Félix Lores**  
+34 91 374 01 82  
felix.lores@grupobbva.com

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

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
+34 91 374 33 42  
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
+34 91 374 58 87  
juan.ruiz@grupobbva.com

**Jorge Rodríguez-Vález**  
+34 91 374 48 90  
jorge.rv@grupobbva.com

**BBVA Research**

*Economista Jefe del Grupo*

**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros  
y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com  
Escenarios Financieros  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com  
Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com  
Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com  
Regulación  
**María Abascal**

*España y Europa:*  
**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com  
Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Mercados Emergentes:*  
**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Mercados Emergentes  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com  
Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com  
Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbva.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com  
Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com  
Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com  
Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y Mexico:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com  
Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com  
México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@grupobbva.com  
www.bbvaresearch.com  
Depósito legal: 31256-2000