

España

Situación Consumo

Primer semestre 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.
- El consumo privado evolucionó mejor de lo previsto durante el primer trimestre de 2010, pero el proceso de consolidación fiscal y el aumento de la incertidumbre amenazan su recuperación.
- Las diferencias en la aversión al riesgo y en la composición del hogar explican la heterogeneidad en la propensión a ahorrar de los hogares españoles.
- Dada la debilidad de la demanda, no se prevé una recuperación del crédito al consumo en el corto plazo.
- Perspectivas del sector de automoción: el parque de turismos per cápita en España se encuentra próximo a su nivel de saturación.

Índice

1. Resumen	3
2. La recuperación de la economía española continúa, aunque a un ritmo lento, y podría verse afectada por la persistencia de ciertos elementos de incertidumbre	5
Recuadro 1: Determinantes microeconómicos del ahorro: un análisis estático	9
Recuadro 2: La dimensión psicológica del ahorro: una aproximación a partir del Observatorio Consumer Trends BBVA.....	15
3. El crédito al consumo en España modera su ritmo de deterioro durante el primer semestre de 2010.....	17
Recuadro 3: Financiación al consumo: una comparativa internacional.....	20
4. Coyuntura de los bienes duraderos	22
5. Crecimiento económico y demanda de turismos en España: ¿existe un punto de saturación?.....	29
En números anteriores.....	35

Fecha de cierre: 8 de julio de 2010

Resumen

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, el aumento considerable del riesgo soberano en algunos países de 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

La intensidad de la recuperación económica 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.

En particular, la economía europea ha salido tradicionalmente 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 tardanza en la reforma del sistema financiero europeo, con una 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 todavía 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. En el caso de los ajustes fiscales, la reducción del déficit para el conjunto de la zona en torno a 3,5 puntos porcentuales 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.

En este entorno de incertidumbre, el deterioro de la economía española continuó moderándose de forma gradual en el primer semestre de 2010

Tras la intensa contracción 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 trimestral modesto del PIB del 0,1% en el primer trimestre, la primera tasa positiva desde hace casi dos años. La composición del crecimiento evidenció una demanda doméstica privada en proceso de normalización y una consolidación de la contribución positiva de la demanda exterior. En esta línea, cabe destacar que el consumo privado evolucionó mejor de lo previsto, mostrando tasas de crecimiento positivas durante el último trimestre de 2009 y el primero de 2010, del 0,3% y 0,5%, respectivamente. Sin duda, elementos transitorios parcialmente contemplados en la última edición de esta publicación, tales como el adelanto del gasto privado ante la reciente subida del IVA en julio, contribuyeron positivamente a la evolución de esta partida de la demanda agregada. Sin embargo, la persistente debilidad del mercado laboral, junto con el agotamiento de los estímulos fiscales, sugieren que el consumo de los hogares apenas habría crecido durante el segundo trimestre de 2010, a pesar de la disminución paulatina que registrará la tasa de ahorro. Al respecto, la Sección 2 de la revista muestra que el comportamiento del ahorro es heterogéneo por tipo de hogar: la presencia de hogares afectados por restricciones de liquidez, las diferencias en el grado de aversión al riesgo y la existencia de preferencias interdependientes entre los miembros del hogar, explican una parte sustancial de la heterogeneidad en la propensión a ahorrar de los hogares españoles.

Los ajustes en marcha anticipan que la economía española podría volver a contraerse en el conjunto de 2010

Los factores detrás de esta corrección limitada y temporal en la tendencia de mejora de la actividad económica responden, fundamentalmente, a los efectos contractivos de la consolidación fiscal de la economía española y europea, a las dudas sobre la intensidad de la recuperación económica en Europa 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 consumo y el entorno económico, se prevé que el aumento del IVA tenga efectos negativos sobre el consumo y la actividad económica en el corto plazo. 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 transitoriamente en unas tasas de crecimiento de la demanda interna ligeramente menores que las anteriormente previstas. Por último, 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. Este último factor, sin embargo, podría verse compensado, al menos en parte, por los efectos de la reciente depreciación del euro sobre la competitividad de las exportaciones españolas.

Algunos sectores productores de bienes de consumo duraderos resultarán especialmente afectados por la retirada de estímulos fiscales en España y Europa y por el aumento de las tensiones financieras

Durante el primer semestre de 2010, la demanda de bienes duraderos, tanto interna como externa, ha interrumpido el ritmo de mejora experimentado durante el segundo semestre de 2009. La continuada pérdida de dinamismo de los determinantes fundamentales del consumo (renta y riqueza, principalmente), el aumento de la incertidumbre asociado al recrudescimiento de las tensiones financieras y el debilitamiento de las medidas de estímulo fiscal explican el deterioro de la demanda interna. En particular, el estímulo del Plan 2000E sobre la demanda de turismos se ha agotado paulatinamente, siendo el canal de particulares el principal responsable de la pérdida de dinamismo de las matriculaciones de turismos durante el año actual. Tampoco la demanda de motocicletas y ciclomotores ha contribuido positivamente al consumo de los hogares durante el primer semestre del año. Por el contrario, el sector de línea blanca y, en menor medida, el de mobiliario, han experimentado una evolución positiva favorecida por la moderación transitoria del deterioro del mercado inmobiliario.

Al igual que la demanda interna de bienes duraderos, también la externa se ha deteriorado durante el primer semestre de 2010. Sin embargo, los datos indican que ha sido la contracción de las exportaciones de automóviles –provocada por la finalización de los programas de achatarramiento en la gran mayoría de los países de nuestro entorno– la causa principal del deterioro del comercio exterior de bienes duraderos durante el primer semestre del año actual. De hecho, los restantes duraderos analizados han exhibido crecimientos mensuales promedio positivos entre enero y abril de 2010, destacando el dinamismo de los productos de electrónica de consumo.

En un entorno todavía adverso, el crédito al consumo en España ha moderado su ritmo de deterioro durante el primer semestre de 2010

La evolución de la demanda privada no ha contribuido a estimular el crédito al consumo, si bien se observa una clara ralentización de su ritmo de deterioro. A pesar de las dificultades que tienen las entidades para obtener financiación en los mercados financieros y el coste que suponen las carteras morosas, los precios de los créditos se han reducido con respecto al pasado año. El mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos y la pervivencia de las medidas extraordinarias de liquidez del BCE constituyen elementos necesarios para que continúe esta tendencia. A futuro, la demanda no aumentará de forma significativa dada la debilidad de sus fundamentales y la oferta será heterogénea. Por tanto, las perspectivas apuntan a un mantenimiento de las tasas de variación en terreno negativo para los próximos trimestres.

Perspectivas de medio plazo para el sector de automoción: el parque de turismos per cápita en España se encuentra próximo a su nivel de saturación

La revista finaliza con un artículo que estudia la relación entre la renta por habitante de la economía española y su grado de motorización. Los datos muestran que el crecimiento del parque de turismo per cápita parece haberse ido debilitando paulatinamente desde mediados de la década de los 70, indicando la existencia de un punto de saturación. Los resultados de la estimación para España indican que el punto de saturación de la demanda se localiza en el entorno de los 520 turismos por cada mil habitantes, lo que significa que el potencial de crecimiento del parque de turismos por habitante se sitúa en torno al 10%.

Considerando que la evolución demográfica prevista para la próxima década no favorecerá particularmente la expansión de la demanda de turismos, las alternativas con las que el sector de automoción cuenta para evitar un deterioro de la cifra de negocio a medio y largo plazo son dos. La primera, aumentar su competitividad externa, incrementando las exportaciones hacia aquellas economías que cuenten con un potencial de crecimiento significativo y que se encuentren más alejadas de su punto de saturación. La segunda, estimular la tasa de reemplazo de turismos. Dado que alterar las preferencias de la demanda puede resultar costoso, estimular un mayor reemplazamiento requeriría avances tecnológicos que permitan reducir el coste de uso de los turismos, aumentando su eficiencia energética, e incrementen el conjunto de posibilidades de elección para los consumidores.

2. 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 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 mayor dinamismo del comercio mundial y que previsiblemente dará lugar a 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 estos últimos, ha tenido lugar un aumento considerable del riesgo soberano y de las incertidumbres en los mercados financieros, que se ha traducido en un incremento significativo de las volatilidades de los activos europeos, incentivando 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 Mecanismo Europeo de Estabilización (MEE) acordado 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, no ha sido capaz de reducir las incertidumbres en los mercados financieros y devolver las primas de riesgo a niveles menos tensionados. En cualquier caso, una de las ventajas del MEM 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.

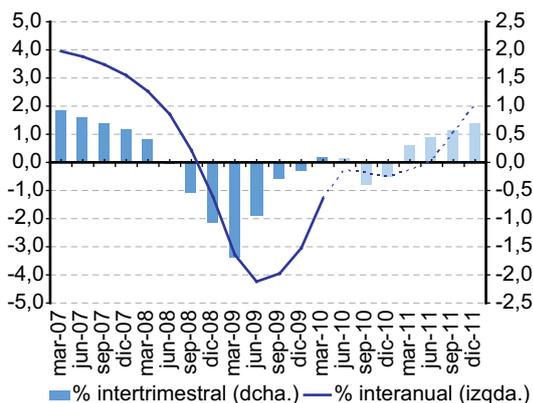
Por otro lado, dada la incertidumbre existente en los mercados financieros, se hace particularmente complicado evaluar los efectos sobre el crecimiento a corto plazo de la aceleración de las políticas de ajuste fiscal que han emprendido muchos países europeos. En situaciones de estrés fiscal por problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas, un ajuste fiscal creíble acompañado de una mejora del entorno macroeconómico puede conseguir que el aumento de la demanda privada, 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 la totalidad de factores que están condicionando la recuperación en la UEM serán la creciente probabilidad de que se produzca una divergencia en las expectativas de política monetaria entre Europa y EE.UU. y 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, el ajuste de la economía española continuó moderándose de forma gradual en el primer trimestre de 2010. Así, y 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 trimestral (t/t) moderado del PIB del 0,1% en el primer trimestre, la primera tasa positiva desde hace casi dos años (véase Gráfico 1). Adicionalmente al dato positivo de crecimiento, su composición mostró una demanda doméstica privada en proceso de normalización y una consolidación de la contribución positiva de la demanda exterior al crecimiento, al mismo tiempo que el entorno internacional comenzó a exigir un proceso de consolidación fiscal algo más rápido del inicialmente planeado. En esta línea, cabe destacar que el consumo privado evolucionó mejor de lo previsto, mostrando tasas de crecimiento positivas durante el

último trimestre de 2009 y el primero de 2010, del 0,3% y 0,5%, respectivamente (véase Gráfico 2)¹, a pesar de que el mercado laboral continuó mostrando síntomas inequívocos de debilidad y de que la renta bruta disponible de los hogares no presentó síntomas de recuperación. Sin duda, elementos temporales parcialmente contemplados en la última edición de esta publicación, 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. Adicionalmente, la paulatina recuperación de la confianza de los hogares durante el primer trimestre de 2010, con la consecuente reducción del ahorro precautorio, fue un importante elemento de soporte de esta recuperación².

Gráfico 1

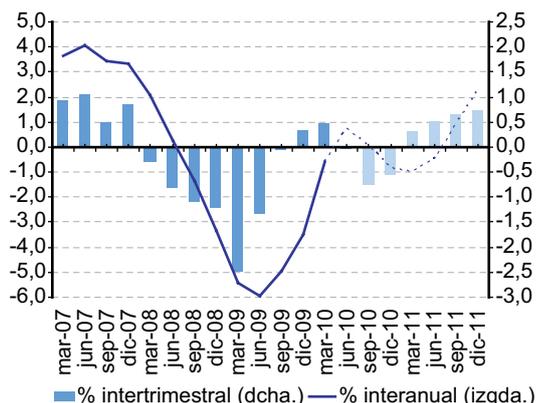
España: crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research con datos del INE

Gráfico 2

España: crecimiento del consumo privado

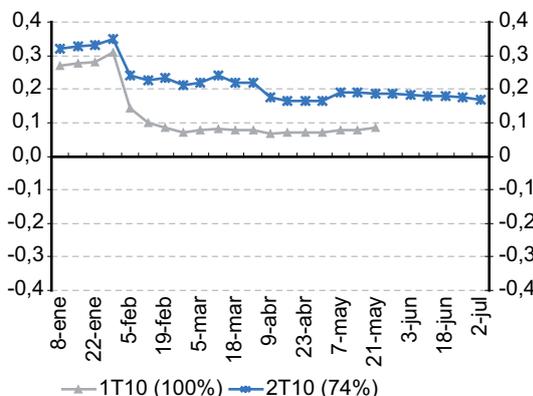


Fuente: BBVA Research con datos del INE

A falta de conocer los datos oficiales, 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 que, durante el segundo trimestre de 2010, podría haber tenido un comportamiento similar al observado durante el primero, registrando nuevamente un crecimiento trimestral moderado (véase Gráfico 3). Sin embargo, aunque la recuperación de la actividad continúa, lo hace a un ritmo excesivamente lento y, más allá de la previsible mejora estacional del mercado laboral durante el segundo trimestre del año, es todavía incapaz de generar crecimiento del empleo de forma sostenida y reducir significativamente el desempleo. En particular, y al igual que en el primer trimestre del año, durante el segundo la afiliación media a la Seguridad Social corregida de variaciones estacionales (CVE) se contrajo un 0,4% t/t, mientras el desempleo registrado se incrementó un 2,7% t/t (datos CVE), 0,8 puntos porcentuales (pp) más que en 1T10 (véase Gráfico 4).

Gráfico 3

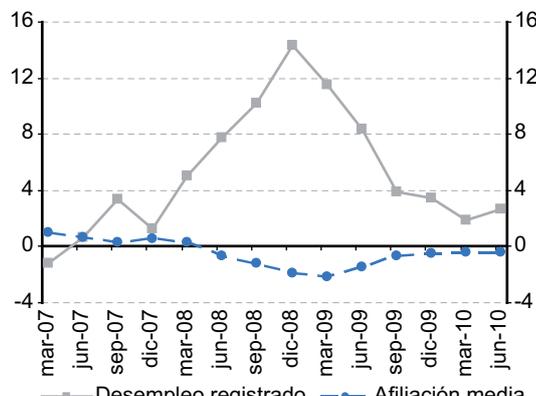
España: previsiones de crecimiento trimestral del PIB en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación



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

Gráfico 4

España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (% t/t, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de SPEE y MTIN

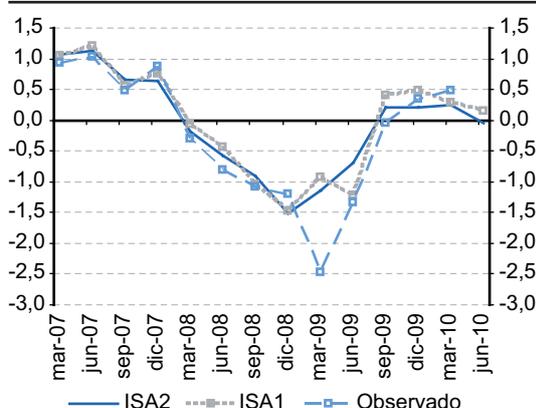
1: Para un análisis más detallado sobre la evolución reciente del resto de componentes de la demanda agregada de la economía española véase [Situación España, junio de 2010](#).

2: Véase el Recuadro 1 para un análisis detallado de los determinantes microeconómicos del ahorro en España.

La evolución reciente del mercado laboral, junto con el agotamiento de los estímulos fiscales que trataban de incentivar el gasto en consumo final de los hogares (por ejemplo, el Plan 2000E en el caso de las compras de automóviles), hacen preveer que esta partida de la demanda podría haber experimentado en el segundo trimestre de 2010 un crecimiento nulo (véase Gráfico 5). Por el lado de los indicadores de gasto, el Gráfico 6 ilustra cómo durante los meses de abril y mayo la recuperación de las ventas minoristas -corregidas de calendario y variaciones estacionales (CVEC)- observada durante el trimestre precedente se ha revertido³, y cómo de haber continuado esta senda en el mes de junio, podría haberse registrado un retroceso del 1,4% trimestral en este indicador. Asimismo, y como se comenta detalladamente en la Sección 3 de este informe, el crecimiento de las matriculaciones de turismo se han vuelto a desacelerar de forma significativa en este trimestre. Por otro lado, y en lo que respecta a los indicadores cualitativos, la confianza de los hogares experimentó una caída de 4,7 puntos en 2T 2010, dejando atrás un incremento de 1,7 puntos en el primer trimestre del año.

Gráfico 5

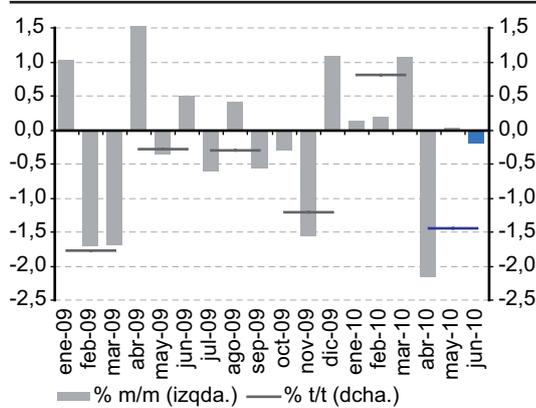
España: consumo de los hogares y estimación basada en el indicador sintético de actividad BBVA (% t/t)



Fuente: BBVA Research con datos del INE

Gráfico 6

España: comercio al por menor a precios constantes (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research con datos del INE

De cara al futuro, los ajustes en marcha anticipan que la economía española podría volver a contraerse en el conjunto de 2010 en torno a un 0,6%. En particular, y dada la debilidad de la recuperación observada durante la primera parte del año, es de prever que la economía española vuelva a mostrar tasas negativas de crecimiento intertrimestral, posiblemente en el tercer trimestre, si bien menores que las registradas 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 contractivos 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, se prevé que el aumento del IVA, en vigor desde el pasado primero de julio, tenga efectos negativos sobre la actividad económica en el corto plazo⁴. 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)⁵. 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. Este último factor, sin embargo, podría verse compensado, al menos en parte, por los efectos de la reciente depreciación del euro sobre la competitividad de las exportaciones españolas.

3: En parte, debida a un efecto calendario derivado de la Semana Santa.

4: 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](#).

5: Para un análisis detallado del plan de ajuste fiscal de la economía española véase [Situación España, junio de 2010](#).

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(Tasas interanuales, %)	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo hogares	3,6	-0,6	-5,0	-0,2	0,4
Consumo AA.PP.	5,5	5,5	3,9	1,4	0,2
FBCF	4,6	-4,4	-15,2	-8,8	-2,7
Equipo y otros productos	6,8	-2,7	-20,6	-7,9	-1,1
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
Demanda nacional (*)	4,4	-0,5	-6,4	-1,9	-0,4
Exportaciones	6,6	-1,0	-11,3	5,3	5,6
Importaciones	8,0	-4,9	-17,7	-0,2	0,9
Saldo exterior (*)	-0,9	1,4	2,8	1,3	1,1
PIB pm (% a/a)	3,6	0,9	-3,6	-0,6	0,7
Pro-memoria					
Empleo total (EPA)	3,1	-0,5	-6,8	-2,7	-0,3
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	8,3	11,3	18,0	19,4	19,2
Empleo total (e.t.c.)	2,8	-0,6	-6,7	-2,7	-0,5
Saldo por cuenta corriente (%PIB)	-10,0	-9,7	-5,4	-3,0	-1,1
Deuda Pública (%PIB)	36,2	39,7	53,2	63,7	69,8
Saldo de las AA.PP. (% PIB)	1,9	-4,1	-11,2	-9,6	-6,6
IPC media anual	2,8	4,1	-0,3	1,2	1,0

(*) contribuciones al crecimiento

Fuente: organismos oficiales y previsiones BBVA Research

Con todo, la caída del consumo privado prevista para 2010 se sitúa por debajo de la estimada para el conjunto de la demanda agregada, siendo significativamente inferior a la registrada en 2009. En particular, y a pesar de que las perspectivas de crecimiento de la renta disponible de los hogares son negativas para el conjunto del ejercicio (-1,4% en términos reales), la tasa de ahorro previsiblemente experimentará una reducción paulatina a lo largo del año que aminorará la presión a la baja sobre el crecimiento del consumo, como ya se observó en el primer trimestre. En lo que respecta al resto de sus fundamentales, aunque la disponibilidad de crédito seguirá estando por debajo del periodo precrisis⁶, las perspectivas sobre la evolución de los tipos de interés para todo el horizonte de predicción permiten adelantar que las condiciones monetarias seguirán sin ejercer presión a la baja sobre el consumo. Si bien es cierto que la reducción de la carga financiera de los hogares -que en 2009 permitió liberar renta por importe de algo más de 18,1 mil millones de euros- previsiblemente alcanzará tan solo 1,8 miles de millones en 2010, es de destacar que el volumen de esta carga financiera se seguirá situando en torno al 13,6% del PIB, significativamente por debajo de lo observado en el periodo inmediatamente anterior a la crisis (16,8% del PIB en 2007).

En lo que respecta a la evolución de los precios del consumo, cabe destacar que, teniendo en cuenta la continuidad de la debilidad de demanda descrita anteriormente, el escenario para la economía española es especialmente favorable para que en 2010 continúen ausentes presiones inflacionistas relevantes. Así, nuestra previsión promedio actual para 2010 es de una tasa del 1,2% para la inflación general y del 0,5% para la subyacente. No obstante, la evolución de los precios durante el primer semestre del año (en promedio +1,31% a/a y + 0,12% a/a para la inflación general y el componente subyacente, respectivamente), junto con la traslación, previsiblemente parcial, del aumento del IVA, permiten adelantar que existen ciertos riesgos moderados al alza para nuestra previsión central.

6: Véase la Sección 3 para un análisis detallado de la evolución del crédito al consumo.

Recuadro 1: Determinantes microeconómicos del ahorro: un análisis estático

El proceso de desapalancamiento de los hogares españoles durante la crisis económica actual ha estado caracterizado por un repunte significativo de su tasa de ahorro. Así, el Gráfico 7 muestra que la tasa de ahorro de los hogares en España experimentó el mayor aumento de la zona euro durante el pasado bienio, situándose en el 18,8% de la renta bruta disponible en 2009.

La evolución del ahorro de las familias ha estado condicionada por la incertidumbre asociada al deterioro de la actividad económica y, en particular, del empleo. Por una parte, las dudas sobre la solvencia de los hogares han provocado un endurecimiento de las condiciones de financiación. Por otra parte, el aumento de la aversión al riesgo de los hogares y el empeoramiento de las perspectivas sobre su situación económica futura habrían favorecido el ahorro por motivo de precaución⁷. Sin embargo, dado que el grado de aversión al riesgo no es el mismo para el conjunto de hogares, tampoco sus efectos sobre la toma de decisiones de consumo, ahorro e inversión lo serán. En particular, la evidencia empírica

internacional indica que la propensión a ahorrar difiere en función de la composición familiar y de las características socioeconómicas de sus miembros⁸.

Para analizar el grado de heterogeneidad del ahorro es imprescindible disponer de información microeconómica. El inconveniente es que en España no existen datos recientes de ahorro a nivel de hogar, por lo que es necesario reconstruirlos a partir de las encuestas disponibles. En esta ocasión se ha optado por utilizar la última Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF), correspondiente al año 2008 (véase el Anexo).

Los resultados de la reconstrucción de las cifras de renta y gasto en consumo final de los hogares indican que el ahorro nacional voluntario⁹ promedio de las familias españolas alcanzó los 5,5 miles de euros en 2008. La característica más llamativa de la distribución del ahorro nacional de los hogares es su elevada dispersión: la desviación típica se situó en los 26,0 miles de euros en 2008 (véase el Gráfico 8). Por tanto, la propensión a ahorrar en España es heterogénea por tipo de hogar.

Gráfico 7

Cambio en la tasa de ahorro de los hogares. 2007-2009 (pp)

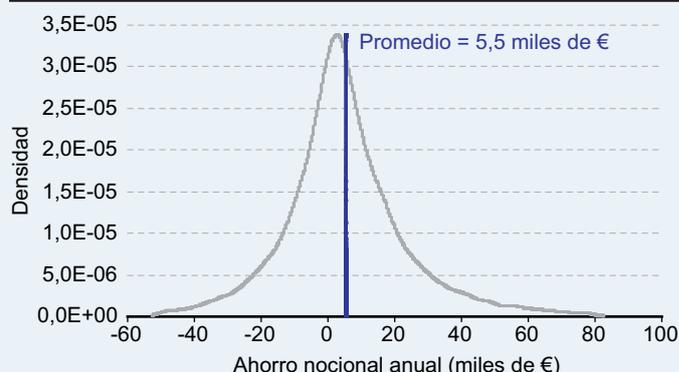


Fuente: BBVA Research a partir de AMECO

¿Cuál es la tipología del hogar ahorrador? El Cuadro 2 resume las características de los hogares que exhiben una propensión a ahorrar superior al promedio. El análisis descriptivo indica que la propensión a ahorrar es mayor en las CC.AA. del norte peninsular (excepto Galicia y Navarra), del centro (Madrid, Castilla y León y Castilla-La Mancha), del este (Aragón, Cataluña y Comunidad Valenciana) y los archipiélagos,

Gráfico 8

España: distribución del ahorro nacional de los hogares 2008



Han sido eliminadas las observaciones menores que el percentil 1 (p1) y las mayores que el p99

Fuente: BBVA Research a partir de INE

especialmente entre los residentes en capitales de provincia y/o municipios con más de 50 mil habitantes. Del mismo modo, la probabilidad no condicionada de ahorrar es más elevada si el hogar dispone de una vivienda en propiedad¹⁰. Este resultado podría ser la consecuencia de un efecto composición derivado de la coexistencia de hogares propietarios no endeudados con hogares propietarios con hipoteca en curso.

7: BBVA (2009) realiza un análisis detallado del proceso de desapalancamiento de las familias españolas y de sus implicaciones sobre el ahorro y el consumo.

8: Véanse Browning y Lusardi (1999), Deaton y Paxson (2000) y Börsch-Supan (2001, 2003), entre otros.

9: Se define como nacional porque se trata de cifras no observadas, sino reconstruidas. Es voluntario dado que se excluye las contribuciones obligatorias a la Seguridad Social a cargo de los individuos.

10: Moreno-Badía (2006) encuentra la misma evidencia para Irlanda.

Cuando se analiza la composición del hogar, se observa que la propensión a ahorrar disminuye con el tamaño y aumenta con el número de miembros perceptores de renta. Entre otros aspectos, estos resultados sugieren la posible existencia de un efecto renta positivo como determinante de la probabilidad de ahorro¹¹.

Las características del sustentador principal del hogar también introducen diferencias en la propensión a ahorrar. En concreto, exhiben una probabilidad (no condicionada) de ahorrar superior al promedio los hogares cuyo sustentador principal es mujer, soltera o viuda, española, con estudios superiores, ocupada o

voluntariamente inactiva y con una renta mensual neta superior a los 1,5 miles de euros. La relación entre la edad del sustentador principal y su ahorro no muestra el perfil en forma de U-invertida sugerido por la teoría convencional del ciclo vital. Los resultados del Cuadro 2 indican que la propensión a ahorrar de los hogares es máxima cuando el sustentador principal supera los 65 años de edad. Si bien la relación positiva entre ahorro y edad durante la etapa de jubilación se podría deber a un efecto composición, también la existencia de un motivo dinástico podría ser la causa¹².

Cuadro 2

España: tipología de los hogares ahorradores

Porcentaje de hogares ahorradores en cada grupo poblacional sobre porcentaje de hogares ahorradores en el conjunto de la economía. España = 1. Representados únicamente los valores mayores que la unidad

Comunidad Autónoma de residencia		Número de ocupados del hogar	
Aragón	1,04	2	1,11
Asturias	1,03	3	1,10
Baleares	1,18	4 o más	1,10
Canarias	1,00	Número de perceptores de ingresos	
Cantabria	1,03	2	1,08
Castilla y León	1,07	3	1,12
Castilla - La Mancha	1,10	4	1,14
Cataluña	1,03	5	1,30
Com. Valenciana	1,01	6	1,52
Com. Madrid	1,07	7 o más	1,61
País Vasco	1,10	Edad del sustentador principal	
La Rioja	1,05	Entre 35 y 44 años	1,00
Capital de provincia		65 o más años	1,02
Sí	1,04	Nacionalidad del sustentador principal	
Tamaño del municipio		Española	1,00
100 mil habitantes o más	1,03	Española y doble	1,08
Entre 50 mil y 100 mil	1,03	Estado civil del sustentador principal	
Régimen de tenencia de la vivienda principal		Soltero	1,11
Propiedad	1,01	Viudo	1,05
Número de miembros del hogar		Estudios completados del sustentador principal	
Una persona	1,06	Universitarios	1,07
Dos personas	1,03	Situación laboral del sustentador principal	
Existencia de menores dependientes		Ocupado	1,05
No	1,04	Ocupado pero ausente temporal	1,03
Número de activos del hogar		Labores del hogar	1,01
2	1,05	Ingresos mensuales netos del sustentador principal	
3	1,01	De 1500 a 2000€	1,07
4 o más	1,04	De 2000 a 2500€	1,20
Sexo del sustentador principal		De 2500 a 3000€	1,25
Mujer	1,02	3000€ y más	1,34

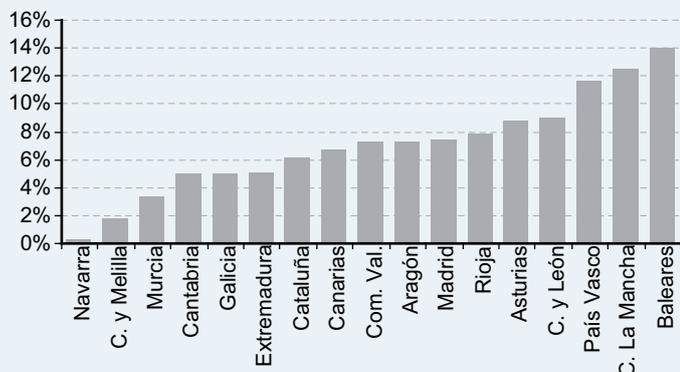
Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPF 2008)

11: La relación entre renta y ahorro es una cuestión abierta en la literatura económica, tal y como ilustran Dynan, Skinner y Zeldes (2003).

12: La obtención de un perfil creciente del ahorro durante la jubilación no es un resultado aislado en la literatura, tal y como ilustran Brugiavini y Padula (2001) para Italia, Demery y Duck (2006) para Reino Unido y Klevmarcken (2004) para Suecia, entre otros. Para el caso español, Oliver, Raymond y Pujolar (1997) y Alegre y Pou (2008) encuentran un resultado similar para el caso español utilizando la EPF de 1990-1991 y las Encuestas Continuas de Presupuestos Familiares 1985-1996.

Gráfico 9

Efecto marginal de la Comunidad Autónoma de residencia sobre la probabilidad de ahorro del hogar (Grupo de referencia: Andalucía)



Fuente: BBVA Research

En consecuencia, para conocer cómo se ve afectada la probabilidad de ahorro del hogar por cada una de las variables que lo caracterizan, es necesario realizar un análisis condicionado que permita evitar la contaminación producida por terceras variables. Para ello, se ha estimado un modelo de elección discreta en el que la probabilidad de ahorro del hogar depende de tres grupos de variables:

1. Características geográficas y de la vivienda principal: Comunidad Autónoma de residencia, densidad de población, régimen de tenencia de la vivienda principal, etc.
2. Composición del hogar: número de miembros, número de perceptores de ingresos, existencia de menores dependientes, tasa de desempleo del hogar, etc.
3. Características del sustentador principal: sexo, edad, nacionalidad, estado civil, situación laboral, etc.

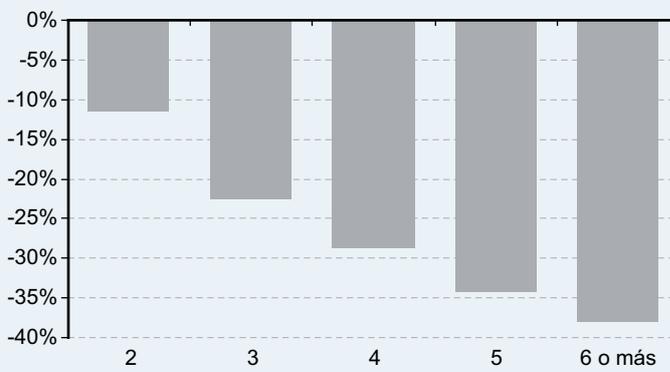
También se ha incluido la renta del hogar instrumentada mediante el nivel educativo del sustentador principal y un conjunto de variables relacionadas con la zona de residencia y con las características de la vivienda principal¹³.

Los resultados de la regresión refrendan algunos de los datos comentados durante el análisis descriptivo precedente y desmienten otros. En particular, se confirma la existencia de heterogeneidad regional en la propensión al ahorro, incluso tras controlar por las posibles diferencias en la tipología de hogar entre CC.AA. Por ejemplo, *ceteris paribus*, residir en Baleares incrementa la probabilidad de ahorro del hogar un 14% frente a vivir en Andalucía (véase el Gráfico 9).

Se observa que la probabilidad de ahorro condicionada se reduce monótonamente con el tamaño del hogar (véase el Gráfico 10). Dado que se han incluido en la regresión tanto el nivel de renta del hogar como el número de perceptores –ambas con efecto positivo y significativo sobre la probabilidad de ahorro¹⁴ – la relación inversa entre tamaño del hogar y ahorro no se explica por un efecto renta. Este resultado, unido a la influencia positiva sobre la probabilidad de ahorrar de la presencia de menores dependientes en el hogar (9,6%), sugiere la existencia de diferencias en el grado de aversión

Gráfico 10

Efecto marginal del tamaño del hogar sobre la probabilidad de ahorro del hogar (Grupo de referencia: un miembro)



Fuente: BBVA Research

al riesgo por tipo de hogar y de preferencias interdependientes (o comportamientos altruistas): el nivel de ahorro precautorio sería más elevado en aquellos hogares con un menor número de miembros –y/o con menores dependientes– para contrarrestar el mayor impacto relativo de un choque negativo de renta. La heterogeneidad del grado de aversión al riesgo también justificaría el efecto positivo sobre la probabilidad de ahorro de contar con una vivienda en propiedad. Con todo, la existencia de un posible efecto composición derivado de la imposibilidad de distinguir a los propietarios con y sin cargas hipotecarias, sugiere tomar este resultado con cautela.

Centrando la atención en las características del sustentador principal, los resultados de la estimación indican que la edad tiene un efecto no lineal sobre la probabilidad condicionada de ahorro. Como consecuencia, el efecto marginal es negativo hasta que el sustentador principal cumple 30 años y positivo –y creciente– desde entonces (véase el Gráfico 11). A diferencia de lo encontrado en el análisis descriptivo previo, los hogares cuyo sustentador principal es hombre tienen una probabilidad condicionada de ahorrar ligeramente mayor (1,9%) que aquellos encabezados por una mujer. Por último, la variable que tiene un mayor efecto sobre la probabilidad condicionada de ahorro del hogar –además del tamaño del mismo– es la situación laboral del sustentador principal. *Ceteris paribus*, la probabilidad de ahorrar disminuye un 19,2% cuando el cabeza de familia está parado y un 15,8% cuando está inactivo (véase el Gráfico 12).

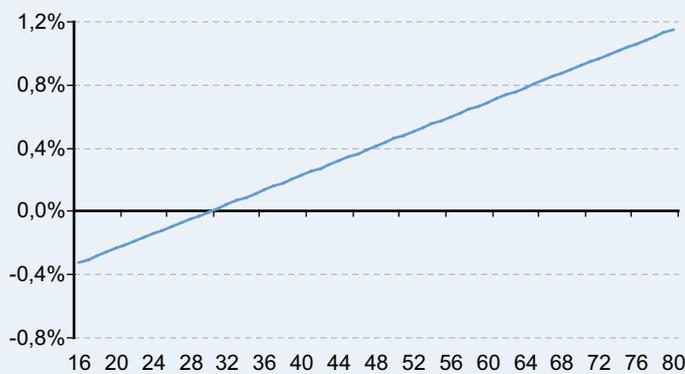
En síntesis, los resultados de las estimaciones indican que aquellas características que determinan el crecimiento de la renta permanente del hogar tienen un impacto marginal mayor sobre su probabilidad de ahorrar. Pero la renta no es la única variable que explica las diferencias entre hogares en cuanto su probabilidad de ahorro: la presencia de colectivos de hogares afectados por restricciones de liquidez, las diferencias en el grado de aversión al riesgo y la existencia de preferencias interdependientes entre los miembros del hogar, explican una parte sustancial de la heterogeneidad en la propensión a ahorrar de los hogares españoles.

13: Los detalles de la estimación están a disposición del lector interesado.

14: Cada perceptor adicional de renta incrementa la probabilidad condicionada de ahorro del hogar un 12,2%.

Gráfico 11

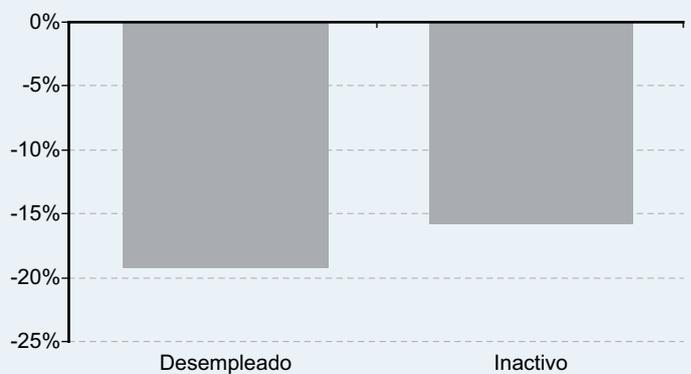
Efecto marginal de la edad sobre la probabilidad de ahorro del hogar



Efecto marginal de la edad = $b_0 + 2 \cdot b_1 \cdot \text{edad}$, donde b_0 es el efecto de la edad sobre la probabilidad de ahorro del hogar y b_1 , el efecto de la edad al cuadrado
Fuente: BBVA Research

Gráfico 12

Efecto marginal de la situación laboral del sustentador principal sobre la probabilidad de ahorro del hogar (Grupo de referencia: ocupado)



Fuente: BBVA Research

Referencias

Alegre, J. & Pou, Ll. (2008): "El consumo y la tasa de ahorro privados de los hogares españoles: una descomposición de los efectos edad y cohorte", *Investigaciones Económicas*, vol. XXXII (1), 87-121.

BBVA (2009). Situación Consumo. Segundo semestre 2009. BBVA Research. Madrid. Disponible en: http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/0912_situacionconsumoespana_tcm346-207180.pdf?ts=572010.

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

Börsch-Supan, A. (2001): "International comparison of household savings behaviour: A study of life-cycle savings in seven countries", *Research in Economics*, 55, 1-14.

Börsch-Supan, A. (2003). *Life-Cycle Savings and Public Policy: A Cross-National Study of Six Countries*. Academic Press. Elsevier Science. San Diego.

Brugiavini, A. y Mario Padula (2001): "Too much for retirement? Saving in Italy", *Research in Economics*, vol. 55 (1), 39-60.

Deaton, A. y C. Paxson (2000): "Growth and saving among individuals and households", *Review of Economics and Statistics*, vol. 82 (2), 212-225.

Demery, D. y N. Duck (2006): "Savings-age profiles in the UK", *Journal of Population Economics*, vol. 19 (3), 521-541.

Dynan, K. E., J. Skinner y S. P. Zeldes (2003): "Do the Rich Save More?", *Journal of Political Economy*, vol. 112 (2), 397-444.

Klevmarcken, N. A. (2004): "On The Wealth Dynamics Of Swedish Families, 1984-98", *Review of Income and Wealth*, vol. 50(4), 469-491.

Marchante, A., B. Ortega, T. Soria & L. Colomer (2002): "Renta, consumo y ahorro de los mayores: un análisis aplicado", *Estudios de Economía Aplicada*, vol. 20 (1), 197-215.

Moreno-Badía, M. (2006): "Who Saves in Ireland? The Micro Evidence", IMF Working Paper 06/131.

Oliver, J. (1997): "Ingresos, consumo y ahorro de las familias: propuesta de una metodología para la explotación de la Encuesta de Presupuestos Familiares", Documento de Trabajo 132/97, FIES.

Oliver, J., J. L. Raymond y D. Pujolar (1997): "El ahorro de las familias en España: una perspectiva de ciclo vital", *Papeles de Economía Española*, 70, 55-83.

Anexo: Construcción de los datos de ahorro por hogar a partir de la EPF 2008

Como se ha comentado anteriormente, en España no existen datos de ahorro recientes a nivel de hogar. Por este motivo, ha sido necesario deducirlos a partir de los microdatos de ingresos y gastos recogidos en la EPF de 2008. Sin embargo, dos problemas dificultan la utilización de encuestas a hogares para calcular datos de ahorro: la falta de respuesta, total o parcial, y la existencia de errores de medida en las variables de renta y gasto.

Se asume que el INE ofrece una solución satisfactoria al problema de la falta de respuesta. Sin embargo, existe un segundo problema que introduce un error de medida en las variables de renta y gasto de aquellos hogares que contestan a la encuesta:

los datos indican que tanto la renta como el gasto en consumo –tras ser elevados a sus equivalentes poblacionales– son inferiores a los valores ofrecidos tanto por la Cuenta de Utilización de la Renta de Sector Hogares de la Contabilidad Nacional Española (CNE), como por las Cuentas No Financieras de los Sectores Institucionales (CNFSI). Adicionalmente, se comprueba que el grado de infradeclaración es asimétrico: es mayor en la renta que en el gasto. Como resultado, el ahorro calculado a partir de la información proporcionada por la EPF es inferior al registrado en CNE, como se puede observar en el Cuadro 3:

Cuadro 3

España: renta, consumo y ahorro: CNE vs. EPF

RFBD 2008 (millones de €)

CNFSI (incluye ISFLSH)	715.310
Cuenta de utilización de la renta (CNE)	705.236
Cuenta de utilización de la renta (CNE) - Cotizaciones SS a cargo del empleador	599.526
Ingresos netos de los hogares (EPF) (a)	513.693
% sobre (CNE - Cotiz. SS empleador)	85,7

Gasto en consumo final 2008 (millones de euros)

CNFSI (incluye ISFLSH)	622.964
Cuenta de utilización de la renta (CNE)	613.016
EPF	534.941
% sobre CNE	87,3

Ahorro bruto (millones de euros)

CNFSI (incluye ISFLSH)	92.346
Cuenta de utilización de la renta (CNE) (b)	92.220
Cuenta de utilización de la renta (CNE) - Cotizaciones SS a cargo del empleador (b)	-13.490
EPF	-21.248

Tasa de ahorro (%)

CNFSI (incluye ISFLSH)	12,9
Cuenta de utilización de la renta (CNE)	13,1
Cuenta de utilización de la renta (CNE) - Cotizaciones SS a cargo del empleador	-2,3
EPF	-4,1

(a) Incluye los ingresos no monetarios y los imputados por el INE.

(b) Incluye el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Para solucionar el problema de la infradeclaración de la renta y el gasto de los hogares, se ha desarrollado un procedimiento en dos etapas inspirado en el trabajo de Marchante *et al.* (2002):

1ª etapa: Homogeneización de los criterios de gasto y transformación del consumo interior de la EPF en nacional. Dado que tanto el consumo de no residentes en España (A), como el de residentes españoles en el resto del mundo (B) no se encuentra desglosado por bien o servicio, se ha optado por repartir el saldo neto (B)-(A) proporcionalmente al peso de cada epígrafe en el consumo interior, excluyendo el grupo 10: educación (véase el Gráfico 13).

2ª etapa: Cálculo y aplicación de factores de corrección del grado de infradeclaración, tanto del gasto como del ingreso. En el caso del gasto, se construye un factor corrector para cada uno de los 12 grupos de bienes y servicios de la clasificación COICOP/HBS. En el caso del ingreso, se ha supuesto que la probabilidad de infradeclarar depende (positivamente) del nivel de renta del hogar y del tipo de renta percibida. Como los hogares no declaran qué parte de su renta procede de cada fuente de ingresos, se ha optado por agrupar las fuentes en tres –(i) trabajo por cuenta propia y rentas de la propiedad y del capital; (ii) trabajo por cuenta ajena; (iii) pensiones, subsidios y

otras prestaciones- y se ha asumido que toda la renta percibida procede de la fuente principal de ingresos. Nótese que el 65,9% de los hogares encuestados declara tener una única fuente de renta, y entre aquellos que perciben dos o más, la distribución de la fuente principal es relativamente similar entre los tres

Gráfico 13

Factores de corrección de las rentas recogidas en la EPF 2008



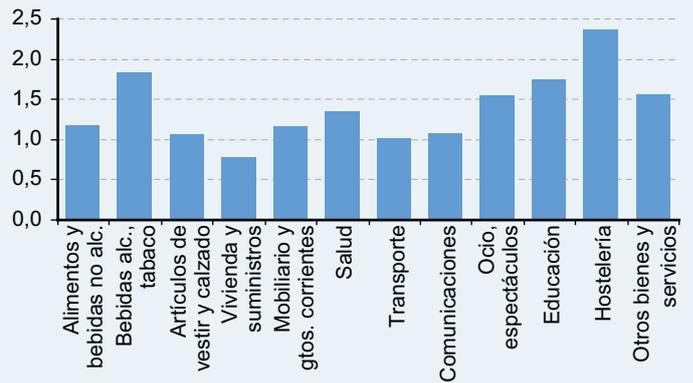
No se consideran los alquileres imputados
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La corrección de las cifras de renta y gasto para cada hogar se traducen en un incremento del 14,4% del gasto promedio y del 37,1% del ingreso promedio. Como se puede observar en

tipos considerados. Cuando se detraen las cotizaciones y los impuestos de las magnitudes de CN, se agrupan y se comparan con las partidas de renta de la EPF equivalentes, se obtienen los factores de corrección recogidos en el Gráfico 14.

Gráfico 14

Factores de corrección de los grupos de gasto en la EPF 2008

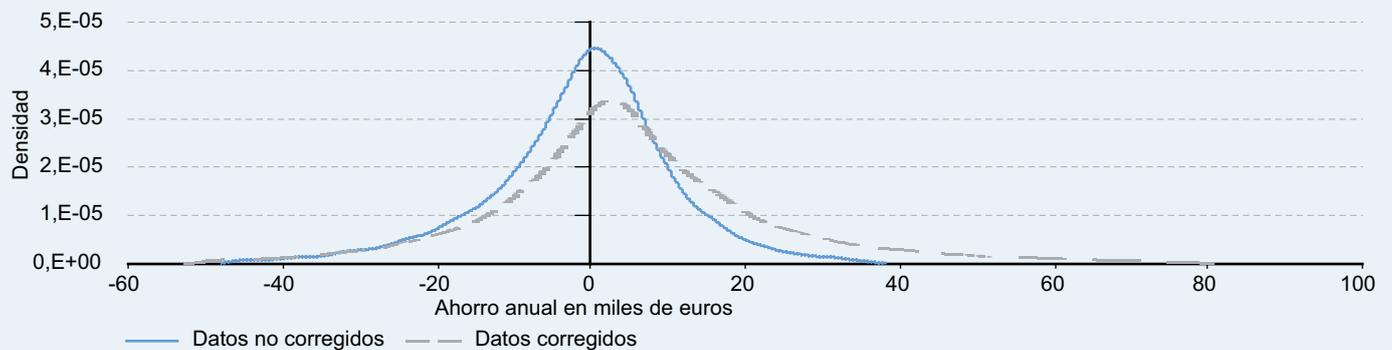


Fuente: BBVA Research a partir de INE

el Gráfico 15, la distribución del ahorro anual de los hogares se desplaza hacia la izquierda.

Gráfico 15

España: distribución del ahorro nacional de los hogares. Efecto de las correcciones



Han sido eliminadas las observaciones menores que el percentil 1 y las mayores que el percentil 99
Fuente: BBVA Research

Recuadro 2: La dimensión psicológica del ahorro: una aproximación a partir del Observatorio Consumer Trends BBVA¹⁵

El ahorro constituye la estrategia más utilizada por las familias españolas para controlar sus ingresos y gastos y afrontar la crisis actual. Comencemos por los datos: los estudios realizados por el Observatorio Consumer Trends BBVA ponen de manifiesto que, de 2008 a 2010, la intención declarada de ahorro (“prefiero ahorrar el dinero a gastarlo”) ha subido trece puntos, pasando del 56% al 69% de la población española (véase el Gráfico 16). Paralelamente, el número de españoles que declaran llevar el control de ingresos y gastos frente a los que reconocen no hacerlo,

se ha visto incrementado en otros diez puntos, del 78% de 2008 al 88% del primer trimestre de 2010 (véase el Gráfico 17).

Estos datos reflejan el creciente interés que las fórmulas “conservadoras” de gestión del dinero (ahorro, control, constrictión, contención) están teniendo en la actual sociedad española, así como sus sistemas de valores asociados: austeridad, sacrificio, seriedad, realismo, seguridad, etc.

Gráfico 16

Preferencia por el ahorro vs gasto (% de encuestados)



Población entre 18 y 70 años

Fuente: Consumer Trends Tracking BBVA España

El ahorro es un fenómeno socioeconómico en el que confluyen varias dimensiones. Para comprenderlo más a fondo, debemos diferenciar dos vertientes que funcionan de manera complementaria en la mente del consumidor:

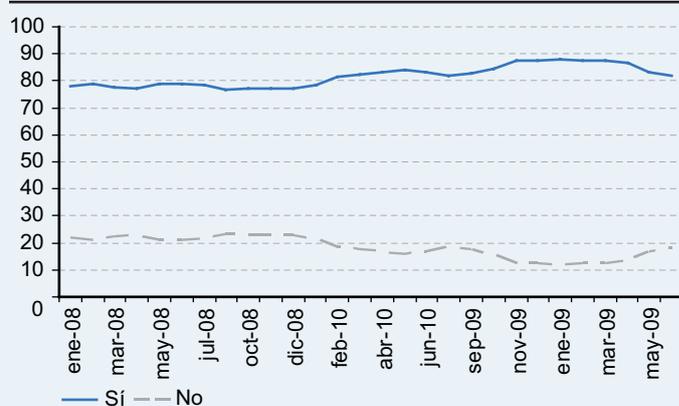
- En primer lugar, una vertiente pragmática, meramente funcional, que sitúa al ahorro como un simplificador o facilitador de la gestión financiera de la familia. En este sentido, el ahorro “hace la vida más sencilla” a las familias.
- Pero, aún siendo importante esta vertiente pragmática, mucho más relevante es la vertiente simbólica del ahorro. Esto es, lo que significa para una familia el hecho de tener dinero ahorrado. El ahorro es un refugio, una defensa ante la incertidumbre y el riesgo. La mayoría de la gente ahorra no sólo por disponer de dinero, sino principalmente por la seguridad, tranquilidad, estabilidad y despreocupación que ese dinero le aporta. En este sentido, y recuperando el origen etimológico del término ahorro, el ahorro proporciona “libertad” a la persona¹⁶. Libertad ésta que se puede traducir en bienestar y en calidad de vida.

15: Este recuadro ha sido elaborado por Santiago de la Asunción, del departamento Consumer Insight de BBVA.

16: El término “ahorro” procede del árabe horr, que significa “de condición libre”. El adjetivo horro se aplicaba al “esclavo que ha sido libertado” y la carta de horro era el documento en que se acreditaba que el esclavo había sido libertado. Ahorrarse fue la forma genuina del verbo ahorrar, y con él se significaba la aportación económica del esclavo (o del cautivo) para comprar su libertad.

Gráfico 17

¿Lleva usted algún control de sus ingresos y gastos personales y/o familiares? (% de encuestados)



Población entre 18 y 70 años

Fuente: Consumer Trends Tracking BBVA España

Hace unos años, el ahorro, sin llegar a ser un concepto mal visto, no era algo aspiracional para el ciudadano. Ahorrar estaba asociado a un estilo de vida anticuado, conservador y poco amigo de asumir riesgos. Ahorrar se relacionaba con sacrificio, abnegación, privación, etc. Era una estrategia poco sofisticada para optar a ciertos bienes de consumo, teniendo en cuenta que nos encontrábamos en un contexto donde el hedonismo y la inmediatez eran valores en alza.

Sin embargo, la crisis financiera y sus consecuencias, en forma de crisis de valores y el consiguiente replanteamiento de los mismos para el futuro, han provocado que el ahorro pase a ser visto de una forma mucho más positiva y aspiracional. En la actualidad, los consumidores consideran el ahorro como algo positivo y deseable. El ahorro se percibe como un síntoma de inteligencia, de reflexión; se entiende como capacidad de establecer prioridades, de contenerse, de poder controlar los impulsos que parcialmente han provocado la situación de crisis actual.

El concepto de ahorro también ha vivido una transformación importante en cuanto a su función intrínseca: antiguamente, se ahorra como medio para conseguir algo, era una renuncia y una condición a cumplir para poder acceder al bien deseado (una vivienda, un automóvil, etc.). Esto sufrió un cambio radical con la extensión y normalización del crédito como forma de financiar la compra de todo tipo de bienes de consumo. El crédito permitía obtener lo que se quería de forma inmediata, sin asumir una renuncia a priori. El ahorro quedaba para la gente anticuada, miedosa, que no asumía riesgos.

En el momento de crisis actual, en cambio, el ahorro ha pasado de ser exclusivamente un medio para la consecución de algo a ser también un fin en sí mismo. Es decir, no se ahorra con el objetivo de adquirir un bien o servicio. Se ahorra para acumular un cierto capital que proporcione seguridad y tranquilidad y que mejore nuestra calidad de vida.

Por lo tanto, podemos hablar de un nuevo concepto de ahorro: positivo, optimista, aspiracional, inteligente y no vinculado a la renuncia (material), sino al logro (emocional).

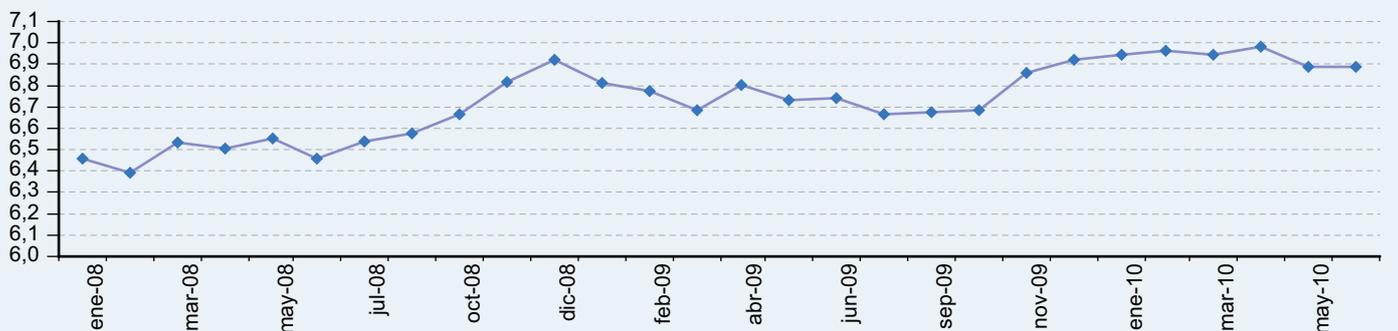
Esta reconceptualización del ahorro está originando importantes cambios en los patrones de consumo y en la vivencia que se tiene del propio consumo. Algunos de ellos son los siguientes:

- La irrupción del “Smart Buyer” o “comprador inteligente”, como una tipología específica de consumidores que va ganando presencia e importancia en la sociedad actual (véase el Gráfico 18). Su objetivo final es el de ahorrar y obtener el mayor provecho de su gasto. Para ello, adopta un rol mucho más activo, implicado y crítico en los procesos de toma de decisiones, a la vez que toma una postura más reflexiva y cauta, dejando menor margen al impulso. Está más informado y eso le vuelve más exigente en su relación con fabricantes, entidades y marcas en general.
- El aumento de la importancia que tiene el precio en las decisiones de compra, por delante incluso de la calidad en algunos productos y categorías.
- La aparición de nuevas formas de posesión (copropiedad, intercambio) o la recuperación de otras un tanto olvidadas (el auge de la segunda mano, el *leasing*, el alquiler aplicado a categorías de producto nuevas, como vestidos y complementos de lujo, etc.) se convierten en una especie de “solución de compromiso” para la persona que, sin querer renunciar al disfrute del objeto, se conforma con tener acceso a él, pero sin poseerlo.
- El auge de las fórmulas “low cost”. La irrupción de las tiendas outlet, el adelantamiento y ampliación del periodo de rebajas, etc.

Gráfico 18

“Compradores inteligentes”

Encuestados que valoran entre 0 y 10 comparar y comprar a buen precio. Promedio de respuestas



Población entre 18 y 70 años

Fuente: Consumer Trends Tracking BBVA España

Todos estos cambios ponen de manifiesto que el ahorro se ha situado en el centro de la escena en todo lo relativo a los fenómenos del consumo y las finanzas en el momento actual. Se ha convertido en un síntoma de inteligencia y de adaptación a los actuales tiempos de incertidumbre. Un mecanismo de defensa

ante la inseguridad y el riesgo de la situación económica global. Ahorrar es algo aspiracional, deseable. Un fin en sí mismo que aporta seguridad, tranquilidad y despreocupación, sentimientos muy necesarios en estos convulsos tiempos actuales.

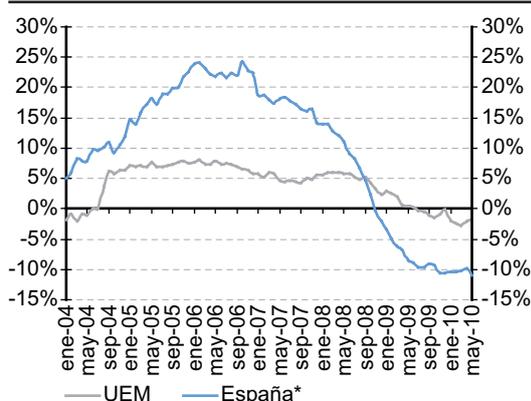
3. El crédito al consumo en España modera su ritmo de deterioro durante el primer semestre de 2010

En un entorno todavía difícil y adverso de la economía internacional y de los mercados financieros, el crédito al consumo en España continúa en la senda de deterioro en la que entró a principios de 2007. Los últimos datos disponibles muestran una tasa de crecimiento nominal interanual de -11,0% en mayo de 2010, muy inferior a la de la zona euro (-1,8%), y en línea con la caída observada en trimestres precedentes, por lo que podría haber tocado suelo (véase el Gráfico 19). Así, el saldo vivo de crédito al consumo de las entidades financieras españolas era de 90 mil millones de euros en mayo de 2010, el 14,6% del total de crédito al consumo de la zona euro. Aún así, el peso del crédito sobre el PIB en España continúa siendo superior al de la zona euro, suponiendo un 8,6% en mayo de 2010, frente al 7,0% en la UEM (véase el Gráfico 20).

La ralentización del ritmo de deterioro del stock de crédito al consumo responde, entre otros aspectos, a una moderación de las nuevas operaciones de crédito al consumo, tanto en España como en el resto de la zona euro. En nuestro país, las nuevas operaciones se reducen desde finales de 2007, siendo el crédito concedido entre los meses de enero y abril del año 2010 de 10,3 miles de millones de euros, un 1,7% menos que el año anterior. Por tanto, se suaviza significativamente su caída desde el -34,9% del mismo periodo de 2009. La caída de las nuevas operaciones de crédito al consumo en la zona euro entre enero y abril fue menos significativa, un -1,8% con respecto a 2009, mejorando su evolución desde el -13,8% del mismo periodo de 2009.

Gráfico 19

Crédito al consumo (% a/a)

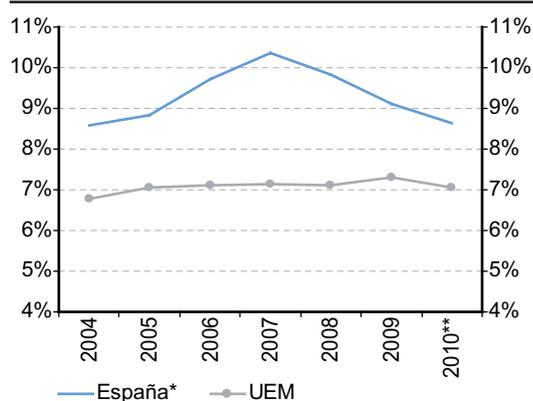


* Incluye titulaciones

Fuente: BBVA Research a partir de BCE, Banco de España e INE

Gráfico 20

Crédito al consumo sobre PIB (%)



* Incluye titulaciones

** Último dato disponible mayo-2010

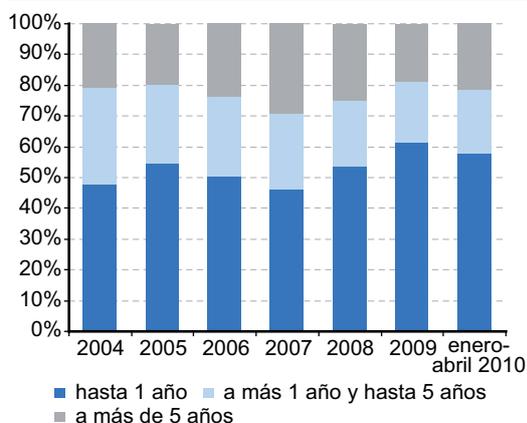
Fuente: BBVA Research a partir de BCE, Banco de España e INE

La principal diferencia en el perfil por vencimientos de las nuevas operaciones entre España y el resto de Europa continúa siendo el mayor protagonismo del corto plazo en el caso español (un 57,8% hasta abril de 2010 frente al 36,4% de la zona euro). Esto se explica, en parte, por la importancia de la tarjeta de crédito como medio de pago, cuya utilización aumenta condicionada por la peor situación financiera de los consumidores. Por el contrario, es menor en nuestro país el peso de las operaciones a plazos medios, con un 20,7% del total frente al 35,2% de la zona euro. Por último, la importancia relativa de las nuevas operaciones a más de 5 años, un 21,5% del total, se sitúa ligeramente por debajo del promedio del último quinquenio, evidenciando la caída del consumo de bienes duraderos (véase el Gráfico 21).

Según la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios para la aprobación de nuevos créditos a empresas y a hogares continuaron relajándose durante el primer trimestre de 2010, continuando la tendencia iniciada a mediados del pasado año. Ello ocurrió a pesar del ligero efecto contractivo derivado de la percepción de deterioro de la solvencia de los consumidores. Con todo, tanto la oferta como la demanda de crédito al consumo se comportaron de un modo comparativamente favorable en España. Las previsiones indican que el acceso al crédito se ha mantenido prácticamente inalterado durante el segundo trimestre del año, si bien el deterioro de la confianza de los consumidores podría haber vuelto a contraer la demanda (véase el Gráfico 22).

Gráfico 21

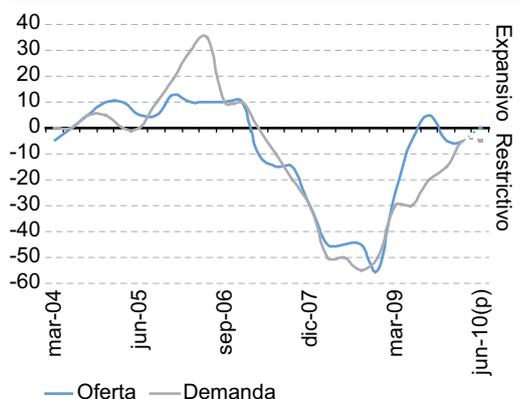
España: nuevas operaciones de crédito al consumo



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Gráfico 22

España: encuesta sobre préstamos bancarios. Crédito al consumo y resto



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Dado que no se dispone de estadísticas agregadas de crédito al consumo por finalidad concedido por todo el sistema financiero, el análisis desagregado se realiza con los datos de la Asociación Nacional de Entidades Financieras (ASNEF), que recopila la información de los Establecimientos Financieros de Crédito (EFCs). Así, las nuevas operaciones de crédito al consumo de las EFCs alcanzaron los 4,1 miles de millones de euros en el primer trimestre de 2010, un 4,1% menos que en el mismo periodo del año anterior, en línea con las tasas de crecimiento negativas experimentadas desde finales de 2008, pero mejorando la evolución experimentada durante los trimestres precedentes. Así, el 2,7% de las nuevas operaciones de consumo del primer trimestre del año han sido financiadas por EFCs y un 2,1% adicional por el resto de entidades (véase el Gráfico 23).

Por tipo de crédito, la mayor caída durante el primer trimestre correspondió a los préstamos personales, de los que se concedieron un 7% menos que en el primer trimestre de 2009. La financiación de bienes de consumo registró la segunda mayor disminución (un -5,0% en el primer trimestre de 2010, frente al -30,1% de 2009). Por último, la menor reducción correspondió a los préstamos *revolving* (-3,8% de enero a marzo de 2010, frente al 14,5% del mismo período del año anterior). Por tanto, productos como los préstamos rápidos o reunificadores de deudas, que se han encarecido sustancialmente, ya no juegan un papel tan destacado en las economías de los hogares, a pesar de sus crecientes dificultades financieras. Sin embargo, los préstamos *revolving* continúan suponiendo un 74,2% de la financiación de las EFCs, la financiación de bienes de consumo un 19,6% y los personales un 4,9%.

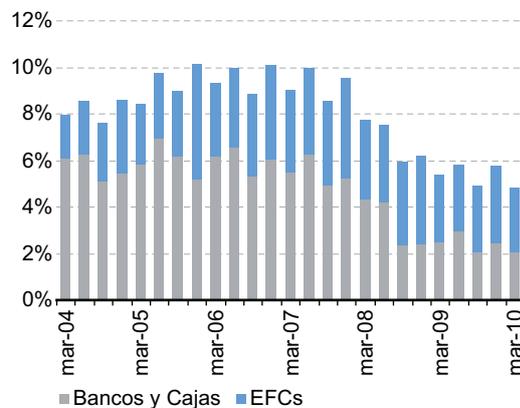
Las nuevas operaciones de financiación de automoción de las EFCs ascendieron a 1,7 miles de millones de euros en los tres primeros meses de 2010, un 8,7% más que en el mismo período de 2009. Los turismos nuevos para particulares continuaron representando el mayor capítulo, con un 68,4% del total, creciendo un 11,7% con respecto al primer trimestre de 2009, favorecidas por el impulso a la demanda ejercido por el Plan 2000E. Por detrás de ellos se situaron los turismos nuevos de negocios (-0,4% a/a) y los usados para particulares (17,7% a/a), hasta alcanzar el 14,7% y el 13,3% del total, respectivamente. Por último, destaca la caída en el segmento de las nuevas operaciones para financiar turismos usados de negocios, un 50,5% menos en el primer trimestre de 2010 con respecto al mismo periodo del año anterior.

Entre enero y marzo de 2010, el importe medio de los préstamos para la adquisición de turismos nuevos superó los 13.000 euros, con una caída del 1,0% con respecto a 2009. Los turismos usados se financiaron con préstamos ligeramente inferiores, de unos 10.500 euros. Destaca el fuerte crecimiento del importe medio de los préstamos para la compra de turismos usados de negocio, que alcanza los 13.700 euros en marzo. La comercialización de vehículos usados procedentes de *renting* y de alta gama estaría detrás de estas tendencias.

A pesar de las dificultades que tienen las entidades para obtener financiación en los mercados financieros y el coste que suponen las carteras morosas, los precios de los créditos se han reducido con respecto al pasado año (véase el Gráfico 24). El mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos y la pervivencia de las medidas extraordinarias de liquidez del BCE constituyen elementos necesarios para que continúe esta tendencia.

Gráfico 23

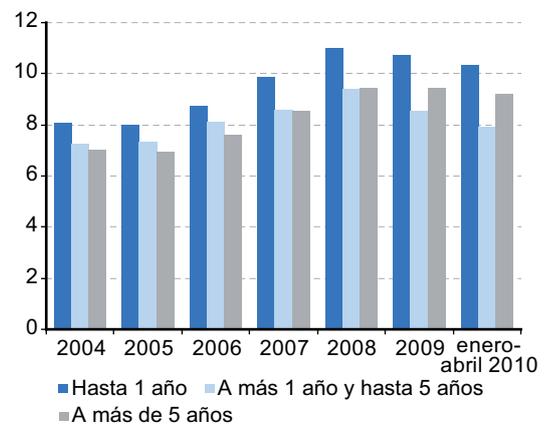
España: porcentaje de nuevas operaciones de consumo financiadas



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España, ASNEF e INE

Gráfico 24

España: tipos de interés de nuevas operaciones de crédito al consumo (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

En síntesis, la caída del crédito al consumo en España podría haber tocado suelo, si bien no se prevé que se vayan a positivizar las tasas de crecimiento en los próximos meses considerando el efecto contractivo sobre el consumo de los hogares de la reciente subida del IVA. A futuro, la demanda no aumentará de forma significativa dada la debilidad de sus fundamentales y la oferta será heterogénea, pues algunas entidades se han visto afectadas por el deterioro de las condiciones financieras que ha provocado la crisis de deuda soberana. Por tanto, las perspectivas apuntan a un mantenimiento de las tasas en terreno negativo para los próximos trimestres.

Recuadro 3. Financiación al consumo: una comparativa internacional

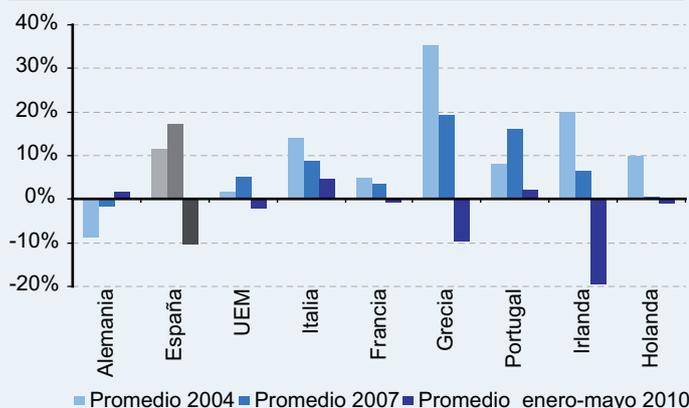
La evolución global de la economía ha seguido marcada en los últimos meses por las dificultades económicas y financieras que están atravesando todos los países europeos. En conjunto, a pesar de las medidas de estímulo fiscal, la demanda interna de los países miembros de la UEM permanece débil, lo que ha contribuido a deteriorar la evolución del crédito al consumo en Europa. Así, los últimos datos disponibles muestran una tasa de crecimiento interanual en mayo de 2010 de -1,8% para el conjunto de la zona euro, por debajo de los ritmos de Italia, Portugal o Alemania. Por su parte, países como España o Grecia registran las caídas más acusadas, en un contexto de incertidumbre originado por el recrudecimiento de las tensiones financieras derivado de la crisis de deuda soberana. Sin embargo, cuando se analiza el primer semestre de 2010, es Irlanda el país que más destaca por la fuerte caída del crédito al consumo, alcanzando un -19,5% (véase el Gráfico 25).

El deterioro del crédito al consumo viene impulsado por numerosos factores, tanto de demanda como de oferta. Entre

ellos destacan la falta de confianza de los consumidores y las empresas, el empeoramiento de la situación financiera de los demandantes, las dificultades que se están encontrando los bancos para obtener financiación en los mercados internacionales y los fuertes repuntes en la morosidad a los que se tienen que enfrentar las entidades europeas. Pero a pesar de la evolución desfavorable del crédito al consumo durante la crisis actual, las ratios sobre PIB indican un apalancamiento elevado en numerosas economías. En particular, las ratios de crédito al consumo sobre PIB alcanzan el 13,7% y el 10,2 % en mayo de 2010 en Irlanda y Grecia, respectivamente, frente al 3,7% de Italia y al 7,0% del promedio de la zona euro. Por el contrario, economías como la alemana o la francesa exhiben en la actualidad niveles de apalancamiento inferiores a los de 2003. Por tanto, los datos sugieren que el recurso al endeudamiento para financiar el consumo es mayor en aquellas economías en las que la situación de los hogares se ha deteriorado más (véase el Gráfico 26).

Gráfico 25

Evolución del crédito al consumo (Tasa de crecimiento interanual promedio)

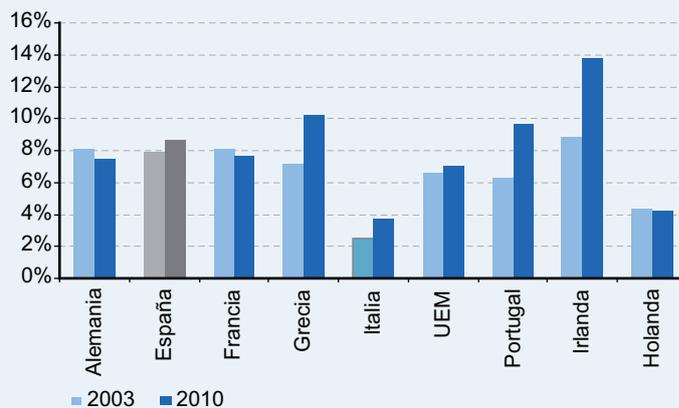


Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España y BCE

Centrando la atención en las nuevas operaciones de crédito al consumo, se observa una disminución en el conjunto de la zona euro durante el año actual. En los cuatro primeros meses del 2010, las nuevas operaciones han disminuido un 2,6% con respecto al mismo período del año anterior. Sin embargo, la composición es heterogénea por plazo: se incrementan las operaciones a corto plazo y disminuyen las de más de 5 años, pasando de representar un 31,3% a finales de 2008, a situarse en el 28,4% en los primeros meses de 2010. Por tanto, podría inferirse que las decisiones de grandes compras que necesitan un plazo mayor de financiación están siendo postergadas ante la incertidumbre imperante.

Gráfico 26

Crédito al consumo (%PIB)



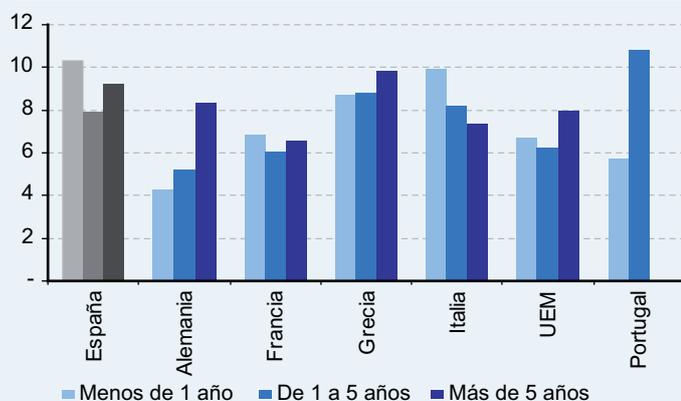
Último dato: may-2010.

Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales

Una de las consecuencias de la persistencia de las tensiones financieras es el aumento de las primas de riesgo de los demandantes, lo que se traduce en un encarecimiento generalizado de las operaciones a todo tipo de plazo. Así, en países como Grecia, Alemania o España, las operaciones con plazos superiores a 5 años están cobrando unos tipos de interés superiores al 8,0% de media entre enero y abril de este año, nivel que coincide con el promedio de la zona euro. En Italia y Grecia, las operaciones de entre 1 y 5 años se sitúan en el 8,8% y el 8,1%, respectivamente, mientras que en las operaciones de corto plazo, destacan los precios fijados por las entidades españolas e italianas (10,3% y 9,3%, respectivamente) (véase el Gráfico 27).

Gráfico 27

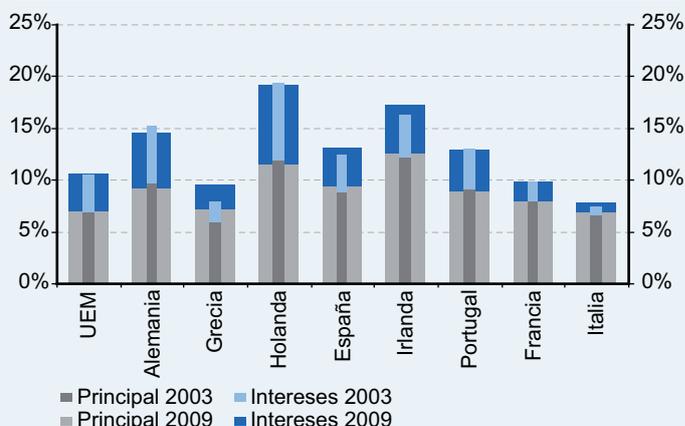
Tipos de interés de nuevas operaciones de crédito al consumo. Promedio enero-abril 2010



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 28

Carga financiera de los hogares (% de la renta bruta disponible)



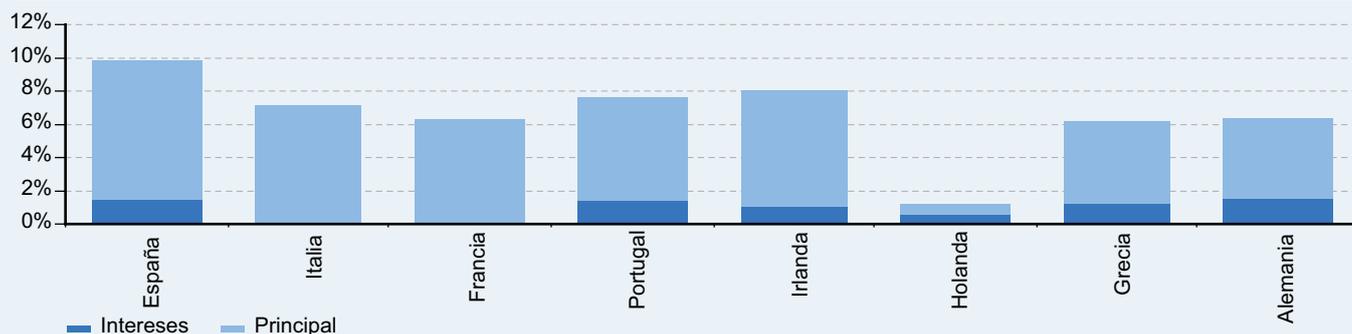
Fuente: BBVA Research

La evolución del crédito al consumo ha repercutido sobre la carga financiera de los hogares a lo largo de 2009. Esta variable indica el porcentaje de los ingresos medios mensuales que los hogares destinan a repagar deudas. Los resultados indican que la carga financiera es mayor en Holanda, Irlanda y Alemania; en 2009, su carga financiera ascendió a un 19,3%, un 16,3% y un 15,3% de los ingresos de los hogares, respectivamente. Por el contrario, países como Italia y Grecia sólo alcanzan unas ratios del 7,5% y del 8,0%, respectivamente¹⁷. En general, la carga financiera promedio por hogar de los países europeos

se mantiene relativamente estable en el tiempo, pero en países como España ésta se ha reducido debido a la traslación de la disminución de los tipos de interés oficiales (véase el Gráfico 28). En concreto, si atendemos a la carga financiera del segmento consumo, España e Irlanda registran los mayores esfuerzos, tanto en el pago de intereses como sobre todo de capital, con unos pesos del 8,4% y del 7,1%, respectivamente. Por el contrario, la carga financiera de los préstamos al consumo en Holanda y Alemania se sitúa en un 5,0% y 6,3% respectivamente (véase el Gráfico 29).

Gráfico 29

Carga financiera de los hogares por endeudamiento excluyendo vivienda. Año 2009 (% RBD)



Fuente: BBVA Research

En definitiva, el segmento de crédito al consumo está experimentando un fuerte retroceso. Las dificultades de liquidez y financiación de la mayoría de las entidades impulsan esta tendencia por el lado de la oferta. Las elevadas ratios de endeudamiento, así como la delicada situación de las finanzas de una parte de los hogares, condicionan la evolución de la demanda. Alemania e Italia son los países que muestran

una mayor fortaleza, frente a economías como la griega o la irlandesa. En el futuro inmediato, medidas como las impulsadas por los gobiernos o los apoyos extraordinarios de liquidez del Banco Central Europeo deberían devolver la confianza a los mercados financieros y a los consumidores, para que el crédito al consumo comience su recuperación.

17: De hecho, España e Italia son dos de los países donde el crédito al consumo sobre PIB es más elevado.

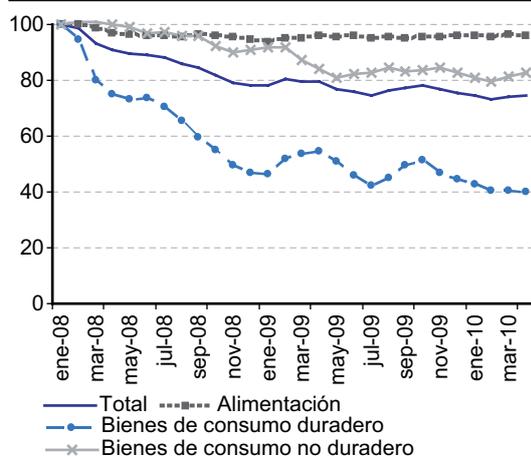
4. Coyuntura de los bienes duraderos

Durante el segundo semestre de 2009, la ralentización del ritmo de deterioro de la economía española (favorecida por el efecto de los planes de estímulo de la demanda interna, principalmente de carácter fiscal y la disminución de los tipos de interés), la mejora de la confianza de los consumidores y la disminución de la tasa de inflación provocaron una ligera recuperación del consumo de bienes duraderos. Sin embargo, esta mejora se interrumpe en el segundo trimestre del año actual debido a la continuada pérdida de dinamismo de los determinantes fundamentales del consumo (renta y riqueza, principalmente), al aumento de la incertidumbre asociado al recrudescimiento de las tensiones financieras y al debilitamiento de las medidas de estímulo fiscal implementadas por el Gobierno y las CC.AA. el pasado año (véase el Gráfico 30).

Al igual que la demanda interna de bienes duraderos, también la externa se ha deteriorado durante el primer semestre de 2010. Como se observa en el Gráfico 31, tras alcanzar niveles precrisis durante el segundo semestre del pasado año, las exportaciones de duraderos en términos reales han experimentado una disminución acumulada de casi 16,4 puntos porcentuales (pp) entre los meses de febrero y abril. El Cuadro 4 muestra que ha sido la contracción de las exportaciones de automóviles –provocada por la finalización de los programas de achatarramiento en la gran mayoría de los países de nuestro entorno– la causa principal del deterioro del comercio exterior de bienes duraderos durante el primer semestre del año actual¹⁸. De hecho, los restantes duraderos analizados han exhibido crecimientos mensuales promedio positivos entre enero y abril de 2010, destacando el dinamismo de los productos de electrónica de consumo (9,8%).

Gráfico 30

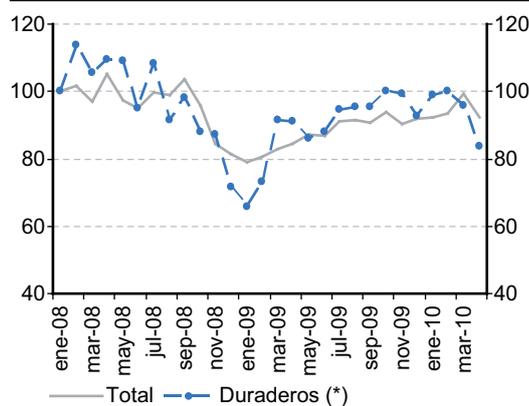
España: disponibilidades de bienes de consumo



Datos CVEC
Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 31

España: exportaciones reales de bienes



Datos CVEC. * Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos
Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Cuadro 4

España: exportaciones de bienes en términos reales. Datos CVEC. Tasa media de crecimiento mensual (%)

	Totales	Electrodo- mésticos	Equipo informático	Electrónica de cons.	Turismos	Motocicletas y ciclom.	Mobiliario	Duraderos (*)
ene-95/dic-07	0,5	0,0	0,9	0,7	0,1	0,4	0,4	0,2
ene-08/dic-08	-1,8	-3,3	0,4	-1,6	-4,8	-1,4	-1,8	-3,0
ene-09/dic-09	1,4	1,2	-2,3	3,2	4,4	2,2	1,0	3,2
ene-09/jun-09	1,9	-2,8	-8,2	-2,8	8,7	-5,5	-0,2	6,0
jul-09/dic-09	0,2	-0,1	-3,5	7,2	-0,8	3,4	-0,1	-0,4
ene-10/abr-10	0,0	3,3	2,8	9,8	-7,1	3,1	0,3	-5,5

(*) Suma de: electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos
Fuente: BBVA Research a partir de MEH

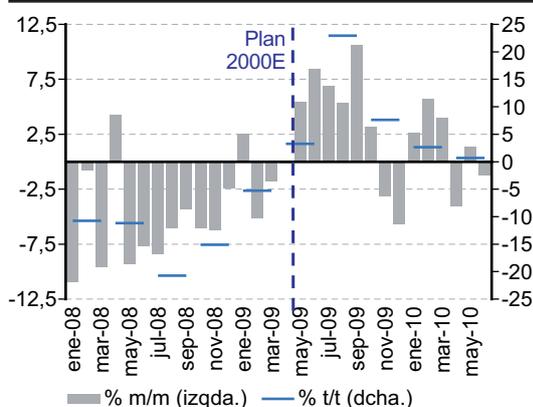
18: Según la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA), tan sólo siete países de Europa bonificaban la adquisición de vehículos durante el primer trimestre de 2010: Francia, Holanda (hasta el 31 de marzo), Irlanda, Luxemburgo, Portugal, R. Unido (hasta el 31 de marzo) y Rumanía.

4.1 Debilitamiento de la demanda de turismos asociada a la finalización del Plan 2000E

Tras su rotundo éxito durante el tercer y cuarto trimestres del pasado año, el estímulo del Plan 2000E sobre la demanda de turismos se ha debilitado paulatinamente¹⁹. El Gráfico 32 indica que el crecimiento trimestral de las matriculaciones de turismos –corregidas de variaciones estacionales y de efecto calendario (CVEC)- se desaceleró desde el 22,9% entre junio y septiembre de 2009 hasta el 0,7% en el segundo trimestre de 2010. A diferencia de lo sucedido durante el segundo semestre de 2009, el canal de particulares ha sido el principal responsable de la pérdida de dinamismo de las matriculaciones de turismos durante el año actual. Por el contrario, la renovación de flotas por parte de las compañías alquiladoras –no solamente por motivos estacionales- y el aumento de la inversión en automóviles por parte de las empresas, han contribuido positivamente al crecimiento de las matriculaciones de turismos (véase el Gráfico 33).

Gráfico 32

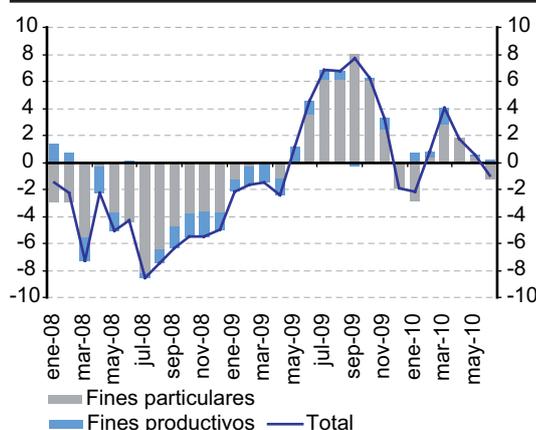
España: matriculaciones de turismos



Datos CVEC
Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

Gráfico 33

España: matriculaciones de turismos por canal



Datos CVEC
% m/m de la suma móvil trimestral
Fuente: BBVA Research a partir de BdE y ANFAC

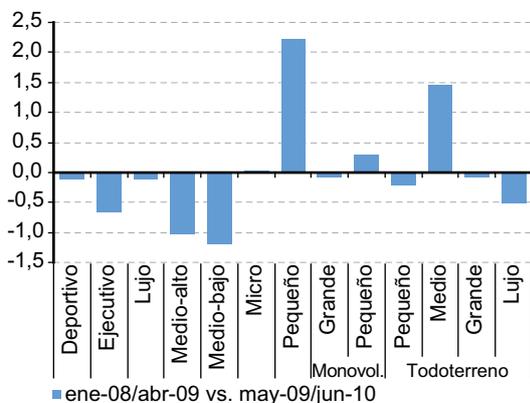
A pesar de que el Plan 2000E condicionaba la bonificación a que el vehículo adquirido emitiese menos de 120 gramos de CO₂ por kilómetro recorrido –o 149 gr/Km. bajo ciertas condiciones²⁰ - no se ha registrado un cambio significativo en la composición de la demanda de turismos por segmento, como indica el Gráfico 34. Como se puede observar en el Gráfico 35, todos los segmentos, excepto los todoterreno de lujo, han experimentado un crecimiento positivo desde la entrada en vigor del Plan 2000E en mayo del pasado año. Las causas de que la demanda relativa por segmento apenas se haya visto inalterada son dos. En primer lugar, el progreso tecnológico, incentivado por medidas de política fiscal adecuadas, ha permitido fabricar automóviles de gama alta con un volumen de emisiones comparativamente reducido y, por lo tanto, elegibles dentro del marco del Plan 2000E. En segundo lugar, el precio de los turismos no elegibles habría disminuido en una cuantía similar al incentivo establecido por el plan 2000E para que los consumidores se sintiesen indiferentes –en términos de efecto-precio- entre elegir un turismo acogido al programa y uno no acogido.

19: Un análisis detallado de los efectos del Plan 2000E sobre la demanda de turismos, en particular, y sobre el gasto en consumo final de los hogares, en general, se puede encontrar en la Sección 4 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre de 2009, disponible en: http://www.bbva.com/bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/0912_situacionconsumoespana_tcm346-207180.pdf?ts=772010.

20: Los requerimientos para acogerse al Plan 2000E se pueden consultar en la página web del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (MITYC): <http://www.mityc.es/industria/es-ES/Servicios/2000E/Paginas/Plan2000E.aspx>.

Gráfico 34

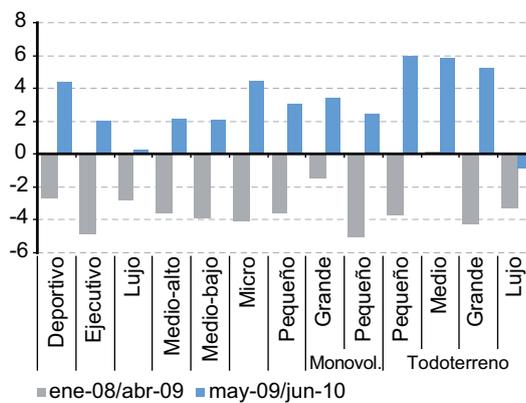
España: cambio en la composición de las matriculaciones de turismos por segmento (pp)



Datos CVEC
Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC

Gráfico 35

España: matriculaciones de turismos por segmento



Datos CVEC
Tasa media de crecimiento mensual (%)
Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC

En conjunto, la ralentización del crecimiento de la demanda de turismos durante el primer semestre de 2010 no ha provocado una disminución del precio de los mismos. De hecho, desde septiembre de 2009, el precio de los automóviles no ha disminuido e incluso, ha aumentado en mayo del año actual. Con todo, el precio de los turismos se ha reducido un 5,5% en términos nominales (y un 9,2% en términos reales) desde comienzos de 2008 (véase el Gráfico 36).

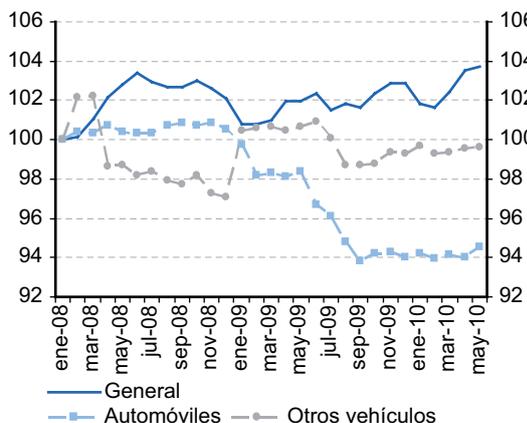
4.2 Ciclomotores y motocicletas: el Plan Moto-E continúa resultando ineficaz

Dado el impacto favorable del Plan 2000E sobre las matriculaciones de turismos y ante el intenso deterioro de la demanda de ciclomotores y motocicletas desde finales de 2007, el Gobierno aprobó a comienzos de julio de 2009 el Plan Moto-E. Dotado con un presupuesto de 9 millones de euros, el Plan Moto-E concede ayudas directas para la adquisición de ciclomotores y motocicletas nuevos con una potencia no superior a 74 kW y un precio máximo inferior a los 9,5 miles de euros (IVA incluido). Las subvenciones están condicionadas al achatarramiento de un ciclomotor o motocicleta con más de 5 años de antigüedad (más de 7 en el caso de una motocicleta de más de 250cc).

La imposibilidad de beneficiarse del programa para adquirir una motocicleta de mayor cilindrada y el reducido número de CC.AA. que se han adherido al mismo, han sido los causantes principales de su escaso éxito, como se puede observar en el Gráfico 37: durante el primer semestre de 2010, el crecimiento mensual promedio de las matriculaciones de motocicletas CVEC se situó en el 1,9% (1,2% desde el inicio del Plan Moto-E). Finalmente, el hecho de que los precios no se hayan ajustado a la baja ante la intensa caída de la demanda (véase el Gráfico 36) también puede haber contribuido a intensificar el deterioro del sector.

Gráfico 36

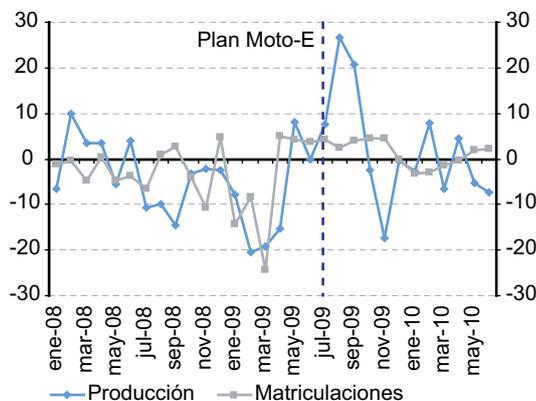
España: precios de consumo de automóviles y otros vehículos (IPC. ene-08 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 37

España: producción y matriculación de motocicletas



(Datos CVEC. % m/m de la suma móvil trimestral)
Fuente: BBVA Research a partir de Bde

4.3 Línea blanca: luz al final del túnel

Según los datos de la Asociación Nacional de Fabricantes de Electrodomésticos de Línea Blanca (ANFEL), el volumen de ventas de electrodomésticos se incrementó un 2,8% interanual entre los meses de enero y mayo de 2010, desde el -25,8% registrado en el mismo periodo del pasado año y el -15,2% con el que se cerró 2009. Todas las familias de electrodomésticos, excepto las cocinas, han visto incrementadas sus ventas, si bien secadoras, frigoríficos, lavavajillas, encimeras y hornos son los productos que han experimentado un crecimiento por encima de la media²¹ (véase el Gráfico 38). Esta evolución favorable de las cantidades, unida a un crecimiento de sus precios persistentemente inferior a la inflación general (véase el Gráfico 39), se ha traducido en un aumento de la facturación del sector en el entorno de 3,5% durante el año actual, frente a caídas superiores a los dos dígitos desde el año 2008.

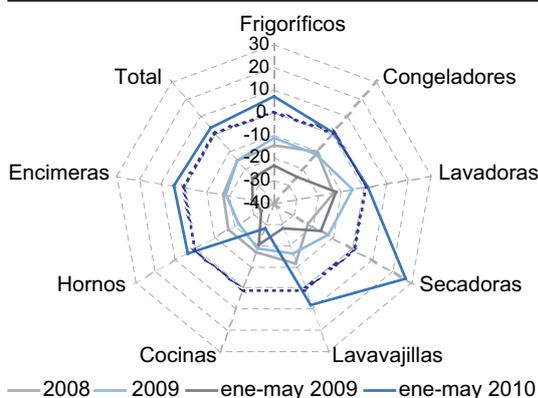
Tal y como se mostraba en la revista Situación Consumo del segundo semestre de 2008²², la venta de electrodomésticos constituye un indicador adelantado de la actividad económica. Así, desde el año 1991 -fecha a partir de la cual existen estadísticas comparables sobre las ventas de electrodomésticos- se observa cómo el crecimiento de éstas y, en concreto, de las de lavadoras y frigoríficos, parecen adelantar al ciclo de la economía española. Es decir, las ventas de electrodomésticos comienzan a descender un año antes de que lo haga el PIB y, de forma simétrica, se recuperan en torno a un año antes de que la economía en su conjunto comience a repuntar. Sin embargo, la intensidad del ajuste de la inversión residencial ha provocado que durante la crisis actual la recuperación del sector de línea blanca haya sido contemporánea a la salida de la recesión.

21: El encarecimiento relativo de los servicios de reparación de electrodomésticos, como refleja el Gráfico 39, podría haber contribuido a estimular la demanda de nuevos productos por parte de los consumidores.

22: Véase: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/ESCES_0811_Situacionconsumo_12_tcm346-182317.pdf?ts=772010

Gráfico 38

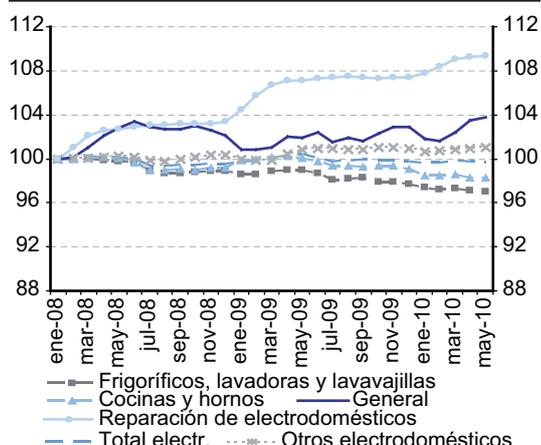
España: mercado de electrodomésticos por familia (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFEL

Gráfico 39

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

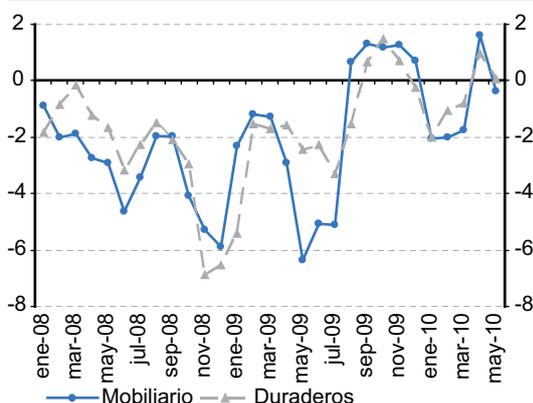
4.4 Mobiliario: evolución todavía condicionada por el proceso de redimensionamiento del sector inmobiliario

La leve recuperación de la demanda externa, unida a la moderación transitoria del deterioro del mercado inmobiliario –favorecida por la reciente subida del IVA y la próxima finalización de la bonificación fiscal a la adquisición de vivienda- han supuesto un estímulo a la producción de mobiliario. Así, se observa una mejora tendencial del índice de producción industrial de muebles desde mediados del pasado año, tan solo interrumpida durante el primer trimestre del actual (véase el Gráfico 40).

Al igual que en el caso de la línea blanca, la evolución tanto de la producción como de las ventas de muebles discurre paralela a la del sector inmobiliario, principalmente el residencial. Así, se detecta una estrecha relación entre los cambios en la facturación del sector a lo largo del tiempo y la variación del número de hipotecas concedidas: las estimaciones de BBVA Research indican que ante una disminución del número de hipotecas de un 1%, las ventas del sector del mueble se contraerían entre un 0,2% y un 0,4%. Del mismo modo, las perspectivas desfavorables sobre la evolución de la inversión residencial anticipan un comportamiento negativo de la producción de mobiliario durante los trimestres próximos (véase el Gráfico 41).

Gráfico 40

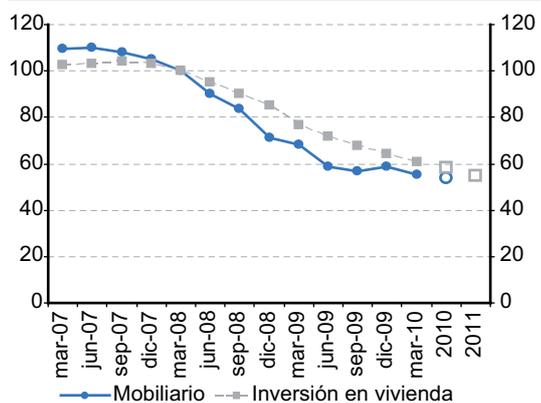
España: índice de producción industrial



(Datos CVEC. % m/m de la suma móvil trimestral)
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 41

España: producción de mobiliario e inversión en vivienda (mar-08 = 100)

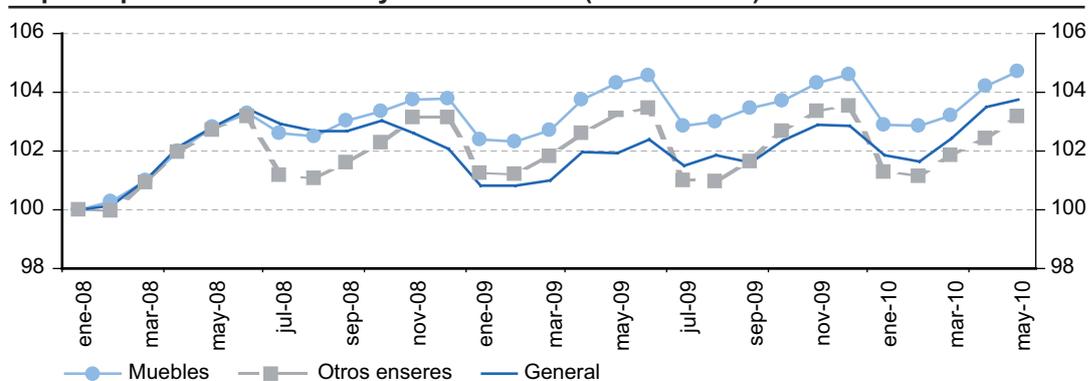


Fuente: BBVA Research a partir de INE

La debilidad de la demanda de mobiliario se ha traducido en un estancamiento de sus precios desde comienzos del 2009. De hecho, se ha producido un estrechamiento del diferencial con respecto al nivel general de precios, tal y como refleja el Gráfico 42.

Gráfico 42

España: precios de muebles y otros enseres (ene-08 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

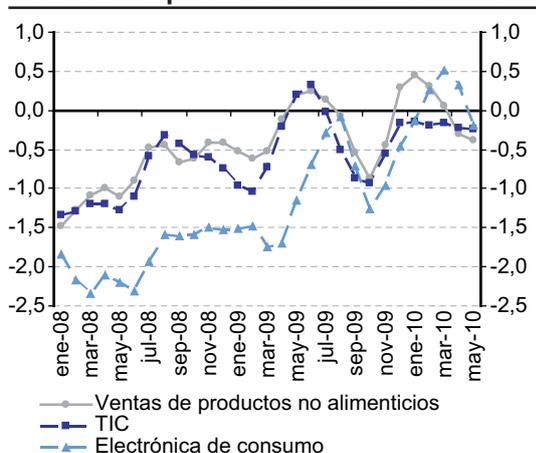
4.5 Electrónica de consumo y equipamiento TIC: la disminución persistente de sus precios contribuye a incrementar el grado de penetración en los hogares

El crecimiento tendencial de las ventas al por menor de productos de electrónica de consumo y, en menor medida de equipamiento TIC, exhibe un perfil creciente desde comienzos del año 2008, pero volátil. En particular, no se aprecia un aumento significativo de la venta de productos de línea marrón durante el primer semestre de 2010 (véase el Gráfico 43). Por tanto, ante la debilidad de la demanda interna, la expansión del sector de línea marrón viene necesariamente orientada por la pujanza de la demanda externa, tal y como se ha destacado al inicio de esta sección.

En lo que respecta al comportamiento del mercado interno, el sector de línea marrón continúa estando caracterizado por la persistente deflación de sus precios. Como refleja el Gráfico 44, desde comienzos de 2010, los precios de todos los productos de electrónica de consumo y equipamiento TIC han disminuido (entre el -1,4% de los equipos informáticos, hasta el -3,5% de los equipos telefónicos).

Gráfico 43

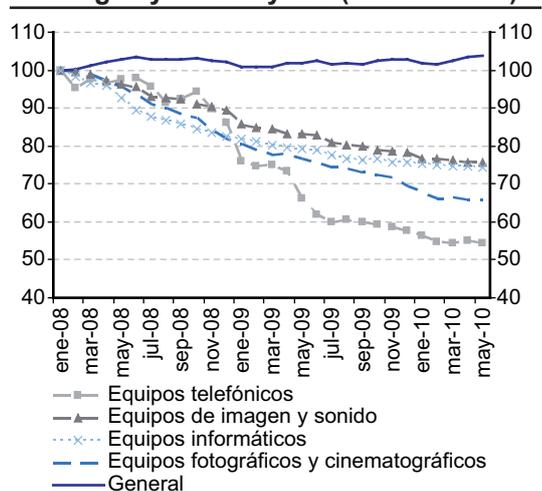
España: línea marrón y TIC. Comercio al por menor en términos reales



Ciclo-tendencia, % m/m
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 44

España: precios de consumo de equipos de imagen y sonido y TIC (ene-08 = 100)

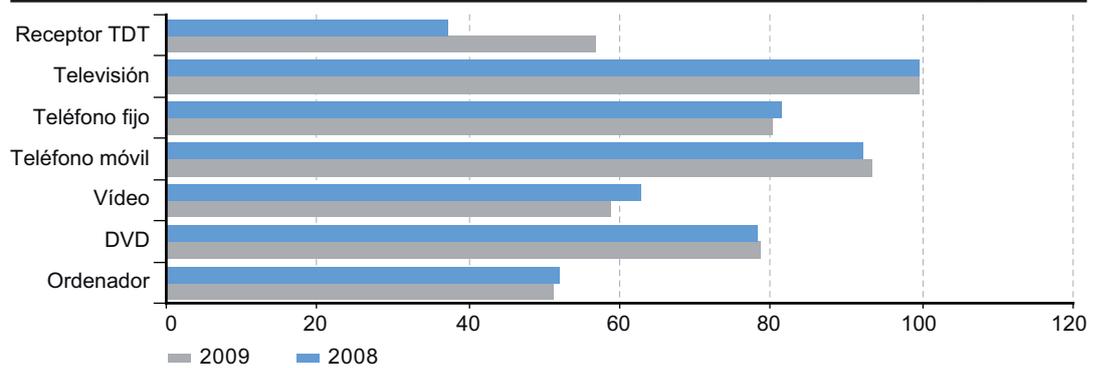


Fuente: BBVA Research a partir de INE

La disminución generalizada de los precios ha propiciado un incremento de la penetración de los equipos de línea marrón en los hogares españoles. Las encuestas sobre equipamiento y uso de las TIC en los hogares, realizadas por el INE, indican que el producto que más ha aumentado su presencia en el hogar durante el último bienio ha sido el receptor de TDT, seguido por el teléfono móvil y el reproductor de DVD. Nótese que, a pesar de la intensa expansión registrada durante la última década, la penetración del ordenador en los hogares todavía se mantiene en cifras comparativamente reducidas (véase el Gráfico 45).

Gráfico 45

España: equipamiento de las viviendas en productos de línea marrón (% hogares)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

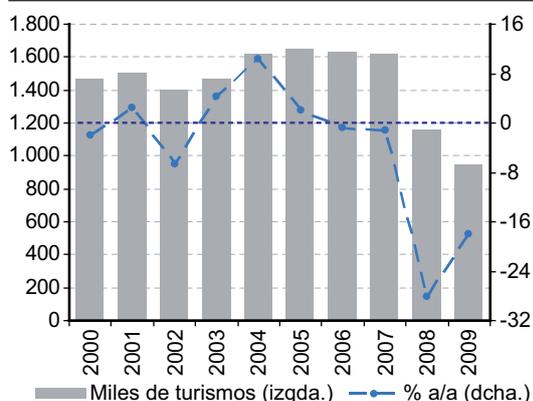
5. Crecimiento económico y demanda de turismos en España

¿Existe un punto de saturación?²³

Tras alcanzar su máximo en 2005, la demanda de turismos en España se ha contraído un 42,4% durante los últimos cuatro años hasta situarse en las 952,6 miles de unidades a finales de 2009 (véase el Gráfico 46). A pesar del efecto positivo que el Plan 2000E ha tenido sobre la renovación del parque de turismos, la contracción de la demanda se ha traducido en una reducción significativa del grado de motorización per cápita. Así, el número de turismos por cada 1.000 habitantes disminuyó hasta los 473,7 en 2009, 12 menos que el máximo alcanzado en 2008 (véase el Gráfico 47).

Gráfico 46

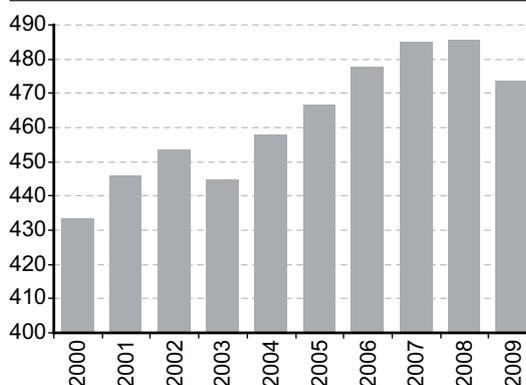
España: matriculaciones de turismos



Fuente: BBVA Research a partir de DGT y ANFAC

Gráfico 47

España: número de turismos por cada 1.000 habitantes



Fuente: BBVA Research a partir de BdE y Comisión Europea

El determinante principal de la evolución desfavorable de la demanda de turismos y, por lo tanto, del grado de motorización de la economía española, ha sido el intenso deterioro de la actividad económica. Dado que la población ha continuado creciendo –si bien a tasas inferiores a las exhibidas durante la fase expansiva precedente– la renta per cápita se redujo un 5,6% entre 2007 y 2009 (véase el Gráfico 48). Adicionalmente, el aumento de la incertidumbre asociado al proceso de destrucción de empleo ha incrementado el ahorro precautorio, provocando que los consumidores pospongan las decisiones de gasto en bienes duraderos²⁴.

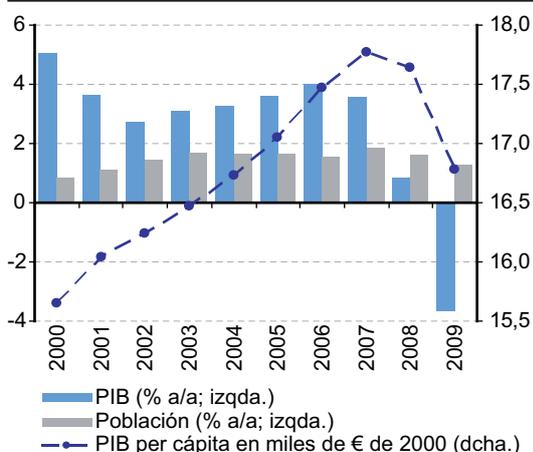
Cuando se relaciona el parque de turismos con la renta en términos per cápita se observa una relación positiva y no lineal que se verifica tanto desde una perspectiva estática (entre países para un determinado año) como dinámica (para cada economía a lo largo del tiempo). Así, el Gráfico 49 ilustra la no linealidad de la relación: la respuesta de la demanda de turismos ante cambios en la renta (elasticidad-renta) apenas cambia hasta que el PIB per cápita se sitúa en el entorno de los 5000\$ (en términos reales, base 2005). El crecimiento del parque de turismos por cada mil habitantes se acelera hasta que el PIB per cápita alcanza los 15.000\$-20.000\$. A partir de este umbral, la elasticidad-renta de la demanda de turismos disminuye monótonamente, sugiriendo la existencia de un punto de saturación en el consumo de automóviles: a largo plazo, la tasa de crecimiento del parque de turismos converge a la tasa de crecimiento de la población.

23: Se agradecen las sugerencias de Rodrigo Falbo.

24: Véase Situación Consumo del segundo semestre de 2009: http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/0912_situacionconsumoespana_tcm346-207180.pdf?ts=172010.

Gráfico 48

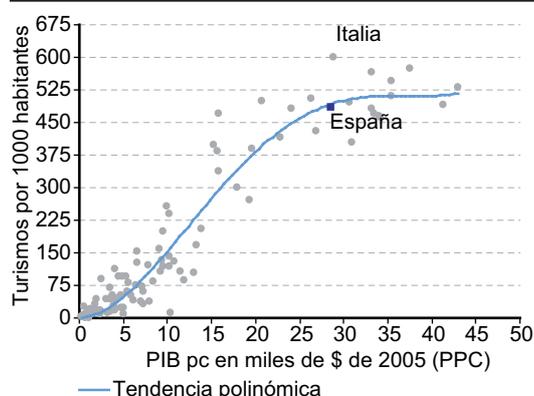
España: crecimiento económico y demográfico



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Gráfico 49

Parque de turismos vs PIB pc 2007



Fuente: BBVA Research a partir de Banco Mundial y Eurostat

La relación ilustrada en el Gráfico 49 no necesariamente indica que todas las economías tienen el mismo punto de saturación. De hecho, los datos sugieren que países con una renta por habitante similar –como España e Italia– convergen a estados estacionarios del parque de turismos per cápita diferentes. Entre otras razones, esto se debe a que la preferencia por la utilización del transporte público (o privado) difiere entre países. Asimismo, las diferencias en la composición demográfica por edades, la densidad de población en las regiones urbanas, la accesibilidad a medios alternativos de transporte, o el grado de competencia y la variedad de la oferta de automóviles, pueden jugar un papel relevante en la determinación del nivel de saturación en el consumo de automóviles.

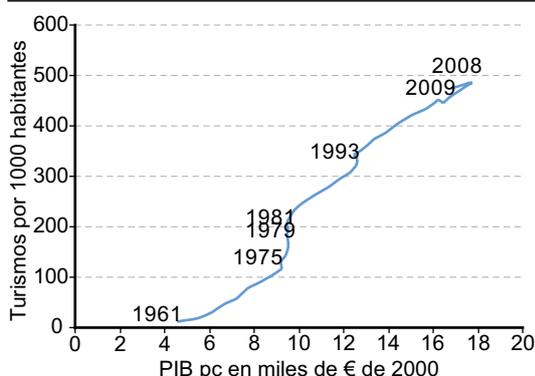
El caso de España resulta de especial interés dado que durante las últimas cinco décadas ha multiplicado por 3,7 su renta per cápita en términos reales, lo que permite analizar con detalle la relación entre desarrollo económico y grado de motorización. El Gráfico 50 muestra que entre 1961 y 2009, el número de turismos por cada mil habitantes se multiplicó por 40,8 desde los 11,3 que existían a comienzos de la década de los 60. A pesar de que no se dispone de datos anteriores a 1960, el Gráfico 50 confirma la no linealidad de la relación y la tendencia creciente del grado de motorización. Si bien el PIB per cápita disminuyó durante la primera y segunda crisis del petróleo (1975, 1979 y 1981), durante la recesión de comienzos de la década de los 90 (1993) y durante la recesión actual (2008 y 2009), el número de turismos por cada mil habitantes tan sólo se redujo en 2003 –debido a un cambio metodológico en la estimación del parque²⁵– y en 2009 –como consecuencia de la caída de la demanda.

Con todo, el crecimiento del parque per cápita parece haberse debilitado desde mediados de la década de los 70, indicando la existencia de un punto de saturación (véase el Gráfico 51). Siguiendo los trabajos de Dargay y Gatley (1997), Dargay, Gatley y Sommer (2007) y Medlock y Soligo (2002), en este artículo se estima un modelo dinámico no lineal en el que el parque de turismos por cada mil habitantes depende de la renta per cápita y de sus propios valores retardados (véase el Anexo para más detalles). Los resultados de la estimación para España indican que el punto de saturación de la demanda se localiza en el entorno de los 520 turismos por cada mil habitantes. Esto significa que el potencial de crecimiento del parque de turismos per cápita se sitúa en torno al 10%.

25: En 2003 la Dirección General de Tráfico comenzó a excluir los turismos en situación de baja temporal de la estimación de las cifras del parque.

Gráfico 50

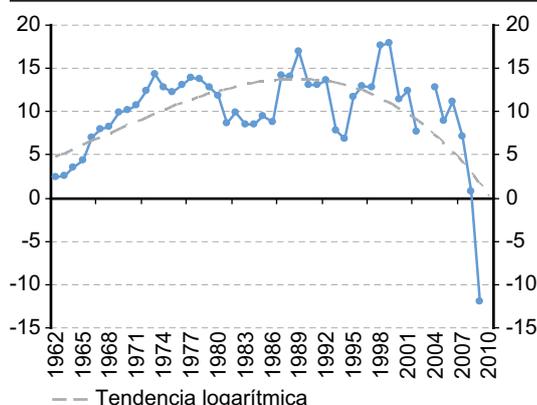
España: parque de turismos vs PIB pc 1961 - 2009



Fuente: BBVA Research a partir de INE, BdE y Comisión europea (AMECO)

Gráfico 51

España: crecimiento del parque de turismos por cada 1000 habitantes



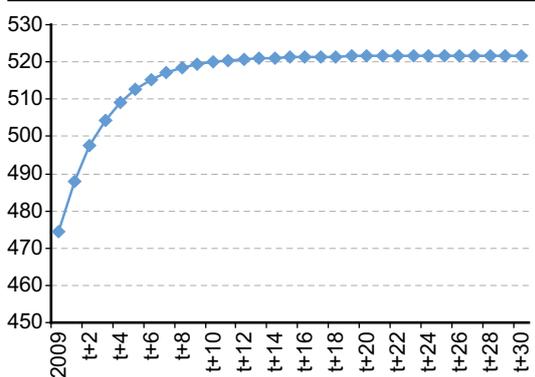
Fuente: BBVA Research a partir de INE, BdE y Comisión Europea (AMECO)

¿Cuánto tardará el mercado español de turismos en alcanzar su punto de saturación? La estimación del parámetro que representa la velocidad de ajuste hacia el equilibrio de largo plazo indica que la convergencia es relativamente rápida: sin cambios sustanciales en la oferta y la demanda, un 28% del diferencial entre el parque de turismos per cápita actual y el punto de saturación se cerraría el primer año; en los siete primeros años se habría completado el 90% del ajuste; en 30 años se habría alcanzado el punto de equilibrio²⁶ (véase el Gráfico 52).

La existencia de un punto de saturación implica que la elasticidad-renta de la demanda de turismos tiende a cero a medida que la renta per cápita se incrementa. Cuando se deriva la expresión de la elasticidad-renta (de largo plazo) se observa que: (i) su máximo se alcanzó cuando la renta por habitante se situó en los 3.300 euros y (ii) en 2009 es casi doce veces menor que en el máximo: un incremento del PIB per cápita de un 1% elevaría el grado de motorización tan sólo un 0,6% (véase el Gráfico 53).

Gráfico 52

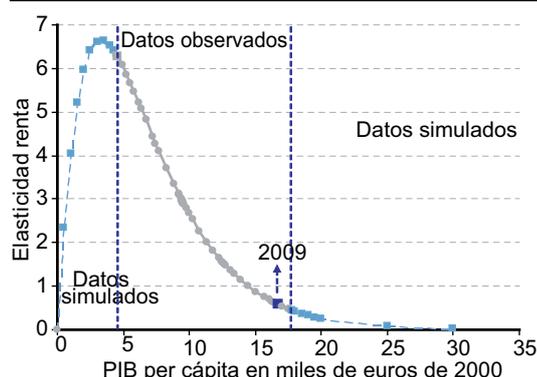
España: convergencia al punto de saturación de turismos por cada 1.000 habitantes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 53

España: elasticidad renta de largo plazo de la demanda de turismos



Fuente: BBVA Research

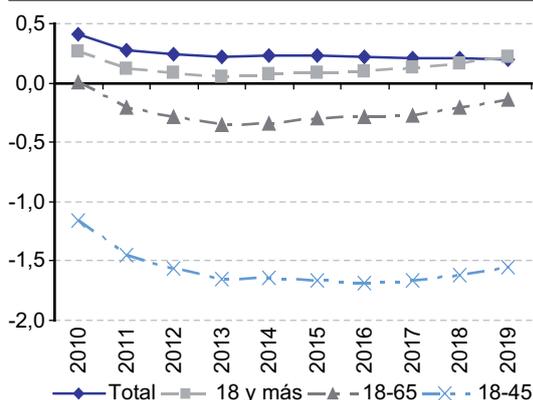
26: Dargay (2001) y Dargay, Gately y Sommer (2007) encuentran que la velocidad de convergencia es asimétrica: el parque de vehículos de motor –no solamente turismos- responde con mayor intensidad cuando la renta por habitante crece. El contraste de la hipótesis de simetría para el caso español indica que la velocidad de convergencia no difiere cuando el PIB per cápita aumenta o disminuye.

En síntesis, el parque de turismos per cápita en España se encuentra próximo a su nivel de saturación y la velocidad de convergencia hacia dicho punto es elevada. Considerando que la evolución demográfica prevista para la próxima década no favorecerá la expansión de la demanda de turismos –tal como se puede observar en el Gráfico 54– las alternativas con las que el sector de automoción cuenta para evitar un deterioro de la cifra de negocio a medio y largo plazo son dos. La primera, aumentar su competitividad externa, incrementando las exportaciones hacia aquellas economías que cuenten con un potencial de crecimiento significativo y que se encuentren más alejadas de su punto de saturación. La segunda, estimular la tasa de reemplazo de turismos. Al respecto, si bien los últimos datos disponibles –correspondientes al año 2008– indican que España cuenta con un parque de turismos menos envejecido que el del promedio de la Unión Europea (UE), el objetivo sería aproximarse a tasas de reemplazo similares a las del Reino Unido: el porcentaje de turismos en España con diez o más años de antigüedad se situó en el 32,6%, 7,4 pp mayor que el del Reino Unido (véase el Gráfico 55).

Dado que alterar las preferencias de la demanda puede resultar costoso, estimular un mayor reemplazamiento requeriría avances tecnológicos que permitiesen reducir el coste de uso de los turismos, aumentando su eficiencia energética, e incrementasen el conjunto de posibilidades de elección para los consumidores. En este sentido, el sector de automoción ha venido demostrando una gran habilidad para responder ante el debilitamiento de la demanda debido a factores externos, como el aumento de los precios de los carburantes y la creciente densidad de población de las áreas urbanas, que paulatinamente presiona a la baja la demanda de turismos de mayor volumen.

Gráfico 54

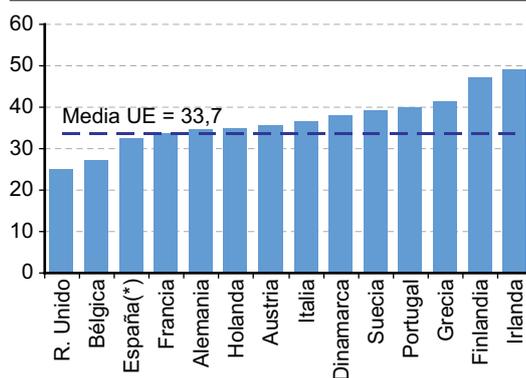
España: crecimiento demográfico previsto (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 55

Parque de turismos con más de 10 años. Año 2008 (%)



(*) 35,7 en 2009
Fuente: BBVA Research

Referencias

Dargay, J. (2001): “The effect of income on car ownership: evidence of asymmetry”, *Transportation Research, Part A*, 807-821.

Dargay, J. y D. Gatley (1999): “Income’s effect on car and vehicle ownership, worldwide: 1960-2015”, *Transportation Research, Part A*, 807-821.

Dargay, J., D. Gatley y M. Sommer (2007): “Vehicle ownership and income growth, worldwide: 1960-2003”, *Energy Journal*, vol. 28 (4).

Medlock III, K. B. y R. Soligo (2002): “Car ownership and economic development with forecasts to the year 2015”, *Journal of Transport Economics and Policy*, Vol. 26 (2), 163-188.

Anexo

La relación no lineal existente entre el parque de turismos per cápita y la renta por habitante se ha modelizado utilizando una función Gompertz. En particular, sea T^* el punto de equilibrio de largo plazo de la demanda de turismos por cada mil habitantes y $PIBpc_t$ el PIB per cápita de un país en el año t . La ecuación que describe la relación de largo plazo entre T^* y $PIBpc_t$ viene dada por la siguiente expresión:

$$T^* = \beta_0 e^{-\beta_1 (PIBpc_t - \beta_2)} \tag{1}$$

donde β_0 denota el punto de saturación y β_1 y β_2 definen el grado de curvatura de la función.

La elasticidad-renta de largo plazo del parque de turismos per cápita se obtiene al diferenciar (1):

$$\eta_t = -\beta_2 \alpha PIBpc_t^{-\beta_2} e^{\beta_1 (PIBpc_t - \beta_2)} \tag{2}$$

siendo $\alpha = -e(\beta_2 \beta_3)$. Por tanto, la elasticidad-renta no es constante, sino que varía con el nivel del PIB per cápita. Toma valores entre 0 (cuando $PIBpc = 0$) y $-1/\beta_2$. Desde el máximo disminuye monótonamente hasta que el punto de saturación es alcanzado.

La modelización de la convergencia hacia el largo plazo se realiza mediante el siguiente mecanismo de ajuste:

$$T_t = T_{t-1} + \theta(T^* - T_{t-1}) \tag{3}$$

donde θ representa la velocidad del ajuste hacia el punto de saturación. Sustituyendo (1) en (3) y reordenando se obtiene:

$$T_t = \theta \beta_0 e^{-\beta_1 (PIBpc_t - \beta_2)} + (1 - \theta) T_{t-1} \tag{4}$$

Los resultados de la estimación de la ecuación (4) por mínimos cuadrados no lineales iterativos para España son los siguientes:

Cuadro 5

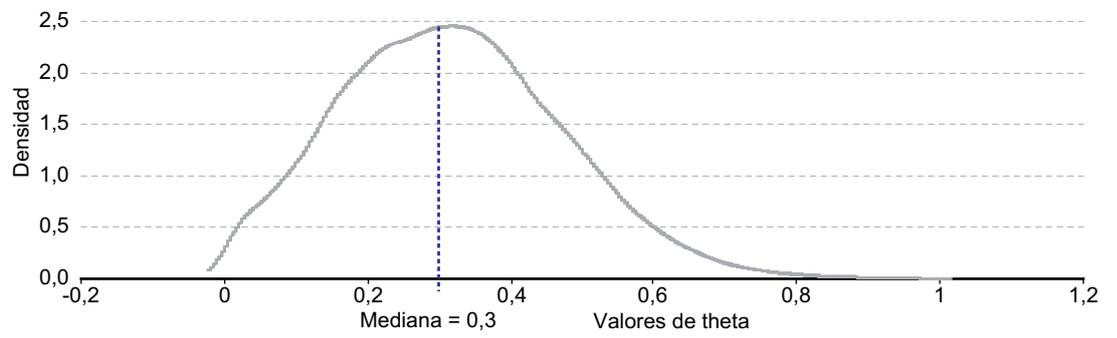
Estimación de la ecuación de convergencia

	beta	Error estándar	t	p-valor
θ	0,285	0,273	1,040	0,302
β_0	521,573	13,277	29,280	0,000
β_1	0,302	0,018	16,870	0,000
β_2	9,571	0,123	72,600	0,000
Nº de observaciones = 48 (19961 - 2009)				
R_2	0,997			
R_2 ajustado	0,997			
Raíz del ECM	17,379			

Fuente: BBVA Research

El parámetro θ no resulta significativo dado que, debido a la longitud de la muestra, no se dispone de observaciones cercanas a las colas de la distribución ($T = 0$ y $T = T^*$). En estas circunstancias, la distribución asintótica no resulta conveniente para evaluar la significatividad del parámetro θ dado que la no linealidad de la función estimada aumenta la propensión a rechazar que θ es distinto de cero. Para comprobar la significatividad de θ se realizó un experimento de Montecarlo en el cual se simulaba la distribución empírica de este parámetro. Los resultados del ejercicio de simulación indican que el valor de theta tras 10.000 simulaciones es estadísticamente distinto de cero y que el valor mediano se encuentra entorno a 0,3 (véase el Gráfico 56).

Gráfico 56

Distribución empírica del parámetro de convergencia (theta) (10.000 simulaciones)

Fuente: BBVA Research

En números anteriores

Situación Consumo. Segundo semestre 2009

- Mientras la situación económica global se recupera, pero todavía con una incertidumbre elevada, los ajustes pendientes en la economía española condicionan el inicio de la recuperación.
- La fragilidad de los determinantes del consumo, junto con el proceso de desapalancamiento en curso, mantendrán la demanda débil en 2010, aunque la mejora de las expectativas de los consumidores podría condicionar al alza la previsión

Situación Consumo. Primer semestre 2009

- Las familias aumentan su tasa de ahorro, extendiendo en el tiempo el ajuste del gasto, lo que conduce a una continua pérdida de dinamismo del consumo de bienes duraderos.
- Las bajadas de tipos de interés constituyen un soporte, así como las medidas de política económica, las cuales juegan un papel relevante, especialmente en sectores con una capacidad de arrastre significativa como el de automoción.

Situación Consumo. Segundo semestre 2008

- Consumo: estancamiento en 2009.
- Financiación: el crédito consumo se desacelera convergiendo con los países europeos.
- Automóvil: ante la debilidad de la demanda, es clave identificar al cliente potencial.

Situación Consumo. Primer semestre 2008

- Consumo: se intensifica la desaceleración coyuntural.
- Financiación: el crédito al consumo seguirá moderándose hacia niveles más sostenibles.
- Automóviles: contención de la demanda.
- Mueble: con capacidad para afrontar un entorno complicado.

Situación Consumo. Segundo semestre 2007

- El consumo y su financiación: suave desaceleración.
- Soportes frente a las incertidumbres: un mercado laboral más sólido.
- Matriculación de automóviles, freno también en 2008.
- El consumo en Andalucía, recortando distancias.

Situación Consumo. Primer semestre 2007

- Perspectivas: freno en la desaceleración.
- Financiación: cambio en la composición.
- Enfoque territorial: convergencia con diferencias.
- Automóvil: CC.AA. más y mejor motorizadas.

Situación Consumo. Segundo semestre 2006

- Consumo de los hogares: por encima del 3% en 2006 y 2007.
- Ventas de automóviles: se aleja el tercer récord consecutivo.
- Financiación al consumo: creciente demanda.
- ¿Cómo es la morosidad del crédito al consumo en España?

Situación Consumo. Primer semestre 2006

- Consumo de los hogares: importa más el empleo que los tipos de interés.
- Financiación al consumo: creciendo en tarjetas y automoción.
- Vehículo nuevo: moderación del gasto.
- Vehículo de ocasión: ¿un gigante dormido?

Situación Consumo. Segundo semestre 2005

- Consumo privado por encima del 4% en 2005 y 2006.
- 2005 ¿nuevo récord de matriculaciones?
- El crédito al consumo bate marcas europeas.
- En perspectiva: los retos del sector del mueble español.

Situación Consumo. Abril 2005

- Sostenido crecimiento del consumo por encima PIB.
- Financiación al consumo: a buen ritmo aunque algo desacelerada.
- Ventas de turismos: a 2005 le pasará el 2004.
- Gasto en automóvil: por encima de Europa en los próximos años.

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 / 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

Juan Ramón García

+34 91 374 33 39

juanramon.gl@grupobbva.com

Félix Lores

+34 91 374 01 82

felix.lores@grupobbva.com

Isabel Mohedano

+34 91 374 62 66

isabel.mohedano@grupobbva.com

Pep Ruiz

+34 91 537 55 67

ruiz.aguirre@grupobbva.com

Camilo Andrés Ulloa

+34 91 537 84 73

camiloandres.ulloa@grupobbva.com

Sistemas Financieros**Ana Rubio**

+34 91 374 33 42

arubiog@grupobbva.com

Marta García

+34 91 374 67 61

marta.garcia.tunon@grupobbva.com

Escenarios Económicos**Juan Ruiz**

+34 91 374 58 87

juan.ruiz@grupobbva.com

Jorge Rodríguez-Vález

+34 91 537 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 y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

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@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

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 México:**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