

Situación España

Tercer Trimestre 2010

Análisis Económico

- La economía española cerró el primer semestre del año en positivo, pero se mantiene la incertidumbre sobre el segundo.
- Las primas de riesgo todavía no reflejan los fundamentales de la economía española.
- Las pruebas de esfuerzo españolas, más severas y transparentes que las del resto de Europa, muestran la solidez de nuestro sistema financiero.
- La intensificación de las reformas, clave para el crecimiento sostenido y la creación de empleo.



Índice

En resumen	3
A. Revaluación de las perspectivas de la economía global	5
B. La economía española cierra el primer semestre del año en positivo, mientras que se mantiene la incertidumbre sobre el segundo	7
C. Tensiones financieras y aceleración de las reformas estructurales	14
Cuadros	23

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2010

En resumen

La consolidación fiscal europea tiene que reducir el componente estructural del déficit

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito indispensable para restablecerla es la prudencia fiscal. Sin embargo un factor positivo es que el ajuste en marcha es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y contrarrestará parcialmente los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la reducción de la demanda pública. Así pues, si la consolidación fiscal se lleva a cabo de forma rigurosa, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán más limitadas y transitorias que en el caso de un ajuste fiscal titubeante y poco estricto.

Los test de estrés disipan la incertidumbre del sistema financiero español

En este contexto, los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, especialmente en Europa. La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia del sistema financiero de la zona euro (test de estrés) ha tenido el efecto positivo de reducir las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. Al haber sido ejecutado por parte del Banco de España de manera rigurosa y haber aportado resultados muy informativos y creíbles. Indudablemente, los riesgos para Europa y para la economía mundial procedentes de los mercados financieros siguen siendo el principal motivo de preocupación.

La economía española habría vuelto a crecer en el segundo trimestre

Nuevamente lo habría hecho de forma débil y ligeramente por encima de lo observado durante el primer trimestre de 2010. Los efectos contractivos de corto plazo que pudieran derivarse del ajuste fiscal y el impacto sobre las decisiones de consumo e inversión de la mayor incertidumbre en los mercados de capital hacen que haya aumentado la probabilidad de una recaída transitoria y limitada de la economía durante el tercer trimestre del año.

Los fundamentales de la economía española justifican primas de riesgo más reducidas

De todas maneras, hacia delante, puede preverse que en el escenario más probable continuará la mejora de la confianza y disminuirá la percepción de riesgo. De hecho, el ajuste de los desequilibrios en el sector privado se encuentra en una etapa avanzada, con tasas de ahorro elevadas y correcciones de la inversión en sectores con sobrecapacidad. Lo anterior ha permitido una reducción de las necesidades de financiación de la economía que no se observa en otros países con desequilibrios similares al inicio de la crisis.

El proceso de consolidación fiscal, apoyado en su mayoría en una reducción de gasto, satisface los requerimientos necesarios para ser exitoso

El aumento en los impuestos se ha concentrado, hasta el momento, en los indirectos; la disminución del déficit estructural se da durante los primeros años del ajuste; y nuestra economía goza de una credibilidad ganada a través de la consecución rigurosa de metas fiscales en el pasado. Todo lo anterior debería verse reforzado a medida que se conozcan los datos de ejecución presupuestaria del Estado, los cuales ya muestran una mejora importante durante los primeros seis meses del año en curso. A su vez, tanto estas medidas como las que se incluyan en los presupuestos para 2011 deben evitar minar la confianza de empresas y familias, minimizando su impacto sobre las perspectivas de crecimiento futuro. Resulta conveniente que los ajustes se den más por el lado del gasto corriente que sacrificando inversión pública en infraestructuras, en educación o en I+D+i. Asimismo, es necesario que se discuta la posibilidad de introducir mecanismos de financiación alternativos para ciertos servicios públicos (por ejemplo, mediante copagos selectivos en sanidad y educación por parte de los ciudadanos que tienen capacidad de pago, y que son mayoría en la sociedad), que incrementen la participación del gasto privado en su provisión, promuevan la eficiencia en su uso, garanticen la sostenibilidad del Estado del bienestar y funcionen como un instrumento más de la política de redistribución de la renta.

El sistema impositivo español es suficientemente progresivo comparado con el resto de Europa. La discusión fiscal debería dirigirse a promover un sistema fiscal más eficiente

En particular, habría que tener en cuenta las diferencias que existen entre las tasas marginales españolas y las de otros países de nuestro entorno, lo que distorsiona las decisiones de empleo e inversión de hogares y empresas. De acuerdo a Eurostat, el tipo implícito sobre las rentas del capital se encuentra 6,7 puntos por encima de lo que se observa en el resto de la UE y es superior al de las rentas del trabajo (cuando en el resto de Europa sucede lo contrario). Por otro lado, la imposición indirecta sigue siendo de las más bajas de la UE a pesar del incremento observado en el IVA desde el mes de julio de este año. Se dan, por tanto, las condiciones para que la estructura fiscal pueda moverse hacia un sistema que reduzca la carga sobre los ingresos y beneficios de hogares y empresas, poniendo más énfasis en la imposición indirecta. Finalmente, tampoco es recomendable que aumenten significativamente los tipos marginales actuales a las rentas del trabajo con el objetivo de alcanzar una mayor progresividad. Por ejemplo, la ratio del tipo marginal de las rentas del trabajo (43,0%) sobre el tipo medio efectivo (30,5%), se encuentra por encima de la que se observa en la UE (37,5% y 34,2%, respectivamente). Los incrementos adicionales en el tipo marginal no sólo tienen una escasa capacidad recaudatoria, sino que generarían desincentivos relativos a la acumulación de capital humano y al trabajo en España de la población con mayores niveles educativos, frente a otras economías con menores cargas impositivas, afectando negativamente a la captación de talento y al potencial de la economía española.

Los avances de la reforma laboral deberían dirigirse hacia una reducción de la dualidad y a alcanzar un marco legal que otorgue menor incertidumbre a empresas y trabajadores

A los procesos de ajuste que están realizando los agentes privados y el sector público se ha añadido en los últimos meses la aceleración en la adopción de reformas estructurales. En particular, la reforma del mercado laboral y la nueva Ley de Cajas de Ahorros junto al proceso de reestructuración del sector financiero y a la publicación de las ya mencionadas pruebas de solvencia han representado los principales avances. Si bien el RDL 10/2010 constituye un avance relevante sobre la normativa vigente hasta el momento de su aprobación, podría no ser suficiente para resolver los problemas que afectan al mercado de trabajo español. Si los agentes económicos no perciben que la reforma reduce totalmente la incertidumbre sobre la procedencia del despido objetivo o sobre las condiciones de descuelgue salarial, los efectos sobre la creación de empleo y la reducción de la temporalidad serán menores de lo deseado. Esto requiere comunicar de forma sencilla y clara a los ciudadanos y, en particular, a la totalidad de empresas las ventajas y el alcance de los cambios que introduzca la nueva ley tras su tramitación parlamentaria. Por tanto, es necesario un ejercicio de pedagogía intenso que justifique la necesidad de esfuerzos por parte de los agentes y clarifique los detalles de la reforma a quienes va dirigida. De igual manera, la mejora del funcionamiento del mercado de trabajo exige un desarrollo de la reforma y un seguimiento continuos que corrijan a lo largo del tiempo aquellas disfunciones que paulatinamente se detecten.

Respecto a la Ley de Cajas, aunque las pruebas de solvencia deberían eliminar la mayor parte de las incertidumbres sobre el sector financiero español, hay que recordar que el escenario económico hacia delante es todavía incierto. Mientras el mercado de capitales se abre progresivamente, el apoyo público vía FROB supone un soporte importante para el grupo de entidades que necesitan aumentar su capital. La reciente modificación de la Ley de Cajas ha llegado en un momento muy oportuno, al posibilitar nuevas vías de captación de capital privado y al permitir al FROB acudir, en circunstancias excepcionales, al rescate de entidades individuales con necesidades claras de recapitalización. Todo ello facilita el proceso de reestructuración del sector financiero, que tendrá que seguir avanzando para asegurar que las entidades que operen en el mercado español sean rentables a largo plazo, y para garantizar la existencia de un terreno de juego neutral en el que éstas puedan competir en igualdad de condiciones.

Las perspectivas de medio plazo de la economía española son mejores que hace un par de meses. Sin embargo, el proceso de reformas debe continuar con firmeza

Con las medidas emprendidas y otras muchas que deben adoptarse a corto plazo es de esperar que las tensiones financieras vayan remitiendo durante los próximos meses y que la economía retome una senda de crecimiento sostenido capaz de generar empleo a partir de 2011. Todavía quedan objetivos por alcanzar que son de suma importancia. Por ejemplo, el déficit energético continúa siendo una carga importante para las necesidades de financiación externa de la economía española. La credibilidad de las cuentas públicas a medio plazo tiene que ser consolidada con medidas que aseguren la sostenibilidad del sistema de pensiones. Más aún, sectores intensivos en el uso de mano de obra como el de servicios deben de ser potenciados con una mayor liberalización. Sólo con la constante acción reformadora se podrá asegurar una salida más rápida de la economía española hacia un potencial de crecimiento mayor.

A. Revaluación de las perspectivas de la economía global

Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento en Europa serán muy acotados por el efecto positivo sobre la credibilidad

El principal riesgo para las perspectivas globales todavía procede de los mercados financieros

Se retrasan las subidas de tipos oficiales en EEUU y UEM pero se endurece la política monetaria en los países emergentes

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito indispensable para restablecerla es la prudencia fiscal. Los planes de consolidación de Europa se están implementando con arreglo a un calendario presentado a la Comisión Europea (CE) a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el aspecto estructural, pero un factor positivo es que el ajuste es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente contrarrestará los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la reducción de la demanda pública. Así pues, mientras se persista en la consolidación fiscal, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán limitadas y transitorias. Por otra parte, otras economías avanzadas en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo, se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficit y, al menos, estabilizar los niveles de su deuda. Éste es un riesgo a medio plazo que se está subestimando ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre los tipos de interés son no lineales, con el riesgo de un súbito incremento de los tipos a largo plazo y de un desplazamiento de la demanda privada, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulo fiscal.

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en la economía europea. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia del sistema financiero de la zona euro (test de estrés) ha tenido el efecto positivo de reducir las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. En particular, dichas pruebas pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, ya que su implementación en este caso ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, son creíbles. Indudablemente, los riesgos para Europa y para la economía mundial procedentes de los mercados financieros siguen siendo el principal motivo de preocupación.

Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tipos de interés, así como a mantener tipos de referencia muy bajos durante un período prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a un cambio de la política monetaria antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre el euro. Aunque los dos bancos centrales demorarán los ajustes monetarios, la manera de comunicar y de evaluar los riesgos sigue diferenciando a ambas instituciones, lo que limita la relativa capacidad de reacción del BCE, en especial a los riesgos deflacionarios. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de tipos de referencia, tras la pausa (en especial en Asia) que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde ya habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá los tipos de interés hasta el segundo trimestre de 2011.

En Europa, la gravedad de las tensiones financieras afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y principios de 2011. Dichas tensiones se relajarán probablemente después del verano, pero van a hacer que las condiciones de financiación se vean afectadas durante varios meses, retrasando la recuperación. Por otro lado, la demanda externa no será tan sólida como lo fue en el primer semestre de este año, aunque seguirá aportando cierto apoyo a la actividad económica, en parte gracias a los efectos de la reciente depreciación del euro, que pueden aumentar el crecimiento de la zona en varias décimas de PIB en un efecto que se dilata en varios trimestres. Un tercer factor que pesa en la velocidad de la recuperación europea son los planes fiscales, que según nuestras estimaciones no afectarán sustancialmente al crecimiento, pero que sí pueden tener un ligero efecto negativo a corto plazo a nivel agregado, y diferenciado en el tiempo en función de las modalidades de implementación de dichos planes (velocidad, composición y acompañamiento de otras reformas).

De este modo, las previsiones de crecimiento para la zona euro son de una desaceleración en la segunda mitad del año, que de momento sólo se ha visto reflejada en algunos indicadores adelantados de confianza, y una recuperación que seguirá siendo lenta durante 2011, con crecimientos del PIB de alrededor del 1% en ambos años. Este crecimiento medio para 2010 esconde, sin embargo, tasas

más elevadas en la primera mitad del año que en la segunda, donde se prevé un aumento de la actividad muy débil. En cuanto a la composición del crecimiento, este continuará siendo liderado por el sector exterior, mientras que la demanda interna continuará prácticamente estancada, tal y como está ahora, ya que a la muy tímida recuperación del consumo privado y la inversión se unirá un consumo público que se desacelera (debido a la consolidación fiscal) y una contribución de inventarios cada vez menor, una vez que los niveles de existencias llegan a su nuevo nivel de equilibrio.

Dentro de la zona euro la descomposición del crecimiento por países estará ligeramente sesgada a favor de Alemania, que ha vivido una fuerte recuperación de las exportaciones y de la producción industrial en la primera mitad del año, aunque se prevé que se desacelere a partir de ahora, en mayor medida que Francia, cuyos indicadores más recientes muestran cierta debilidad, o Italia, que a pesar de haber crecido fuertemente en el primer trimestre del año sigue teniendo debilidades estructurales que limitan su potencial.

La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada

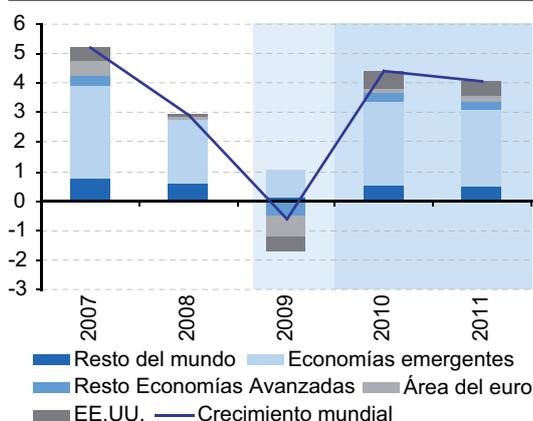
Los ecos de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas han sido relativamente limitados. No obstante, en los próximos trimestres la economía global se desacelerará (véase el Gráfico 2). En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados de trabajo y de la vivienda. Esto muestra los límites actuales de la demanda privada doméstica en dicha economía como motor autónomo del crecimiento. En China, tanto la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre como la de otros indicadores señalan una moderación de la actividad mostrando que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. La economía también se desacelerará en América Latina durante 2011, aunque manteniendo altos índices de crecimiento. En este contexto, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras*



* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Aportaciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research a partir de cuentas nacionales

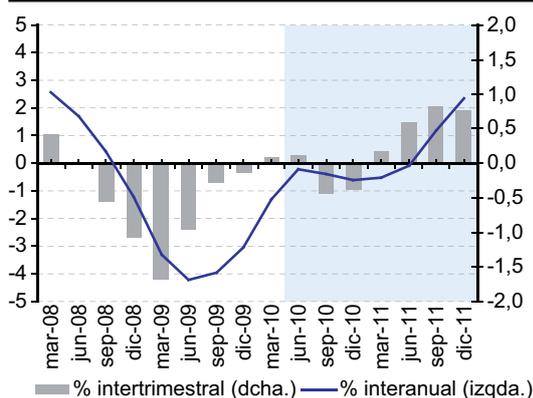
B. La economía española cierra el primer semestre del año en positivo, mientras que se mantiene la incertidumbre sobre el segundo

La economía española registró en el primer trimestre de 2010 su primera tasa de crecimiento positiva desde el inicio de la crisis. La información coyuntural conocida a la fecha de cierre de este informe permite avanzar que, soportada fundamentalmente por la fortaleza de las exportaciones españolas, la economía habría vuelto a crecer una o dos décimas durante el segundo trimestre del año. Sin embargo, la aceleración del proceso de consolidación fiscal, junto a la persistencia de algunas incertidumbres y de la volatilidad en los mercados financieros, tendrán un impacto negativo, aunque limitado y transitorio, sobre el crecimiento de la economía española en el corto plazo. En este escenario el PIB se contraería cerca de un 0,6% en el conjunto de 2010. Sin embargo, dependiendo de la continuidad del ímpetu de las exportaciones españolas, de cómo de sostenida sea la reacción positiva de los mercados observada en las últimas semanas, y del proceso de reformas estructurales que se está llevando a cabo en la economía española, podría generarse una recuperación un poco más rápida de lo que aquí se propone.

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

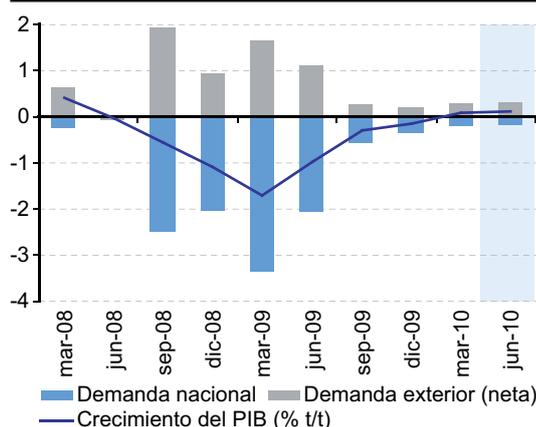
Durante el mes de junio, la economía española continuó exhibiendo la tendencia que mostró durante los dos meses precedentes, caracterizada por una recuperación moderada de la actividad y la falta de dinamismo del mercado laboral. Así, y a falta de conocer los datos oficiales para el segundo trimestre de 2010, los indicadores parciales de coyuntura muestran, en balance, una continuación de la tenue mejoría observada en los primeros meses del año, lo cual permite avanzar un crecimiento del PIB entre una y dos décimas para el segundo trimestre (véase el Gráfico 3). Por componentes, las señales son mixtas, y es de prever que en esta ocasión la mejora intertrimestral del PIB sea atribuible en mayor medida a la consolidación de la aportación positiva de la demanda exterior neta que al dinamismo de la demanda nacional (véase el Gráfico 4).

Gráfico 3
España: crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
España: contribuciones al crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

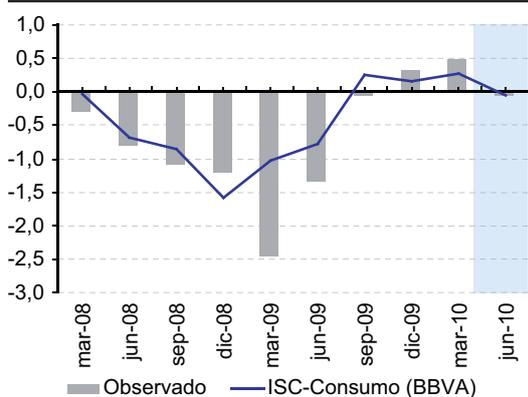
Los rasgos que definen el momento coyuntural de la economía española hasta el segundo trimestre del año siguen siendo, por un lado, la debilidad de la demanda nacional y del empleo, y, por otro, la fortaleza de las exportaciones españolas.

En primer lugar, y en lo que respecta al gasto en consumo final de los hogares, la continuada pérdida de dinamismo de sus determinantes (renta y riqueza, principalmente), unida al ligero deterioro de la confianza de los consumidores (asociado al recrudecimiento de las tensiones financieras), y el debilitamiento de las medidas de estímulo fiscal, explican por qué esta partida de la demanda podría haber experimentado un crecimiento nulo en el segundo trimestre de 2010 (véase el Gráfico 5). Así,

los datos de comercio al por menor a precios constantes –corregidos de variaciones estacionales y de efecto calendario (CVEC)- indican que la recuperación experimentada durante el primer trimestre del año (0,8% t/t) habría revertido durante el segundo, experimentando una caída trimestral del 0,7%. En segundo lugar, se observa un debilitamiento progresivo del estímulo del Plan 2000E sobre la demanda de turismos tras su rotundo éxito durante el tercer y cuarto trimestre del pasado año. El Gráfico 6 indica que el crecimiento trimestral de las matriculaciones de turismos CVEC se desaceleró desde el 22,9% entre junio y septiembre de 2009 hasta el 0,7% en el segundo trimestre de 2010. Por último, en lo que respecta a los indicadores cualitativos, el indicador de confianza de los hogares experimentó una caída de 4,7 puntos en 2T2010, dejando atrás un incremento de 1,7 puntos en el primer trimestre del año.

Gráfico 5

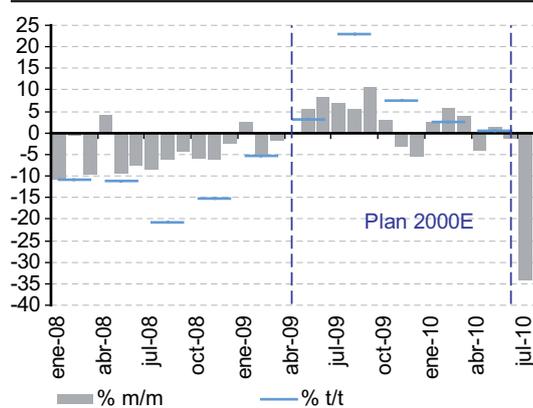
España: gasto en consumo final de los hogares e indicador sintético ISC-Consumo BBVA (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

España: matriculaciones de turismos (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

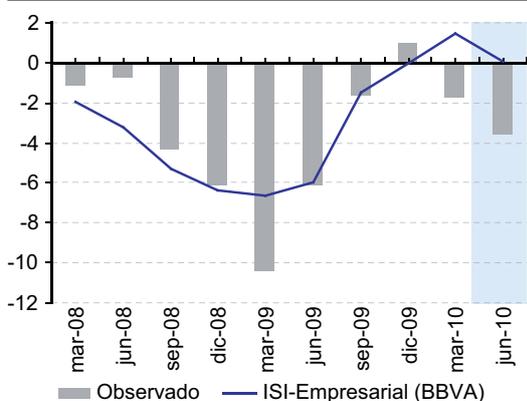
En segundo lugar, y aunque las señales son mixtas a este respecto, es de prever que se haya producido un nuevo recorte de la inversión empresarial en el segundo trimestre del año, ligeramente superior al observado durante 1T2010, si bien de una magnitud inferior a los registrados durante el primer semestre de 2009 (véase el Gráfico 7). Por un lado, en abril y mayo la producción industrial de bienes de equipo CVEC se situó 1,5 y 0,5 puntos porcentuales (pp) por debajo del promedio registrado en el primer trimestre de 2010, lo que apunta a una caída del 1,3% de esta partida de la producción industrial en el conjunto del segundo trimestre de haberse mantenido esta tendencia en junio. Asimismo, las importaciones de bienes de capital CVEC en los dos primeros meses del segundo trimestre fueron un 1,4% y un 0,7% menores que las registradas en promedio durante 1T2010, siendo de esperar, en consecuencia, una caída próxima al 1,4% para el conjunto del trimestre. Adicionalmente, las matriculaciones de vehículos industriales CVEC se mantuvieron en torno al 3,5% t/t, cifra en línea con el crecimiento registrado en 1T2010, aunque muy por debajo de las tasas de crecimiento de los trimestres precedentes (3,6% y 5,9% t/t en 1T10 y 4T09, respectivamente). Sin embargo, por otro lado, la utilización de la capacidad productiva se incrementó en 1,9 puntos porcentuales alcanzando el 70,9% (79,6% en promedio entre 1995 y 2007). Asimismo, la confianza industrial en los bienes de equipo se mantuvo en torno a los -9,6 puntos en el segundo trimestre, todavía por debajo del promedio pre-crisis (0,4 puntos), aunque por encima de lo observado en el trimestre precedente (-18,3 puntos). En resumen, existen señales contrapuestas respecto a la inversión empresarial, aunque en balance los datos apuntan a una nueva corrección a la baja que podría ser de carácter temporal, dependiendo del efecto que la acentuación de las tensiones financieras desde mediados del trimestre pudiese tener sobre la confianza de las empresas.

En cuanto a la inversión en vivienda, los datos más recientes no arrojan grandes novedades. Como se observa en el Gráfico 8, la información coyuntural recopilada durante el segundo trimestre del año sugiere que esta partida de la demanda continúa moderando su caída, tal y como adelantaban los visados de vivienda de obra nueva que, a pesar de registrar valores mínimos, vienen registrando un menor deterioro desde mediados de 2009. En media, la variación mensual de los visados durante los cinco primeros meses del año se situó en el -0,3% CVEC mientras que en el mismo periodo de 2009 la contracción media fue del 10,4% m/m. Por lo tanto, el ajuste en la oferta de vivienda se sigue produciendo. Por el lado de la demanda, aunque desde el mes de abril se asiste a un incremento del Euríbor, éste todavía se mantiene en niveles comparativamente reducidos, dando lugar a unas condiciones favorables de financiación para la compra de vivienda. Condiciones que, unidas a la

corrección de los precios (-15,1% en términos reales desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008), mantienen las ratios de accesibilidad en niveles inferiores a las de trimestres precedentes. Ante ello, la demanda de vivienda sigue reaccionando positivamente y las transacciones de vivienda continúan exhibiendo la tendencia de crecimiento interanual que iniciaron en enero del presente año (11,1% a/a en mayo de 2010). No obstante, esta recuperación de la demanda está siendo notablemente más intensa en el mercado de vivienda usada donde se vienen registrando crecimientos interanuales de las transacciones superiores a los de la vivienda nueva desde diciembre de 2009. Con todo, es de notar que buena parte de la reacción de la demanda responde previsiblemente a un adelanto de la decisión de compra como consecuencia de la desaparición de las ventajas fiscales a la adquisición para rentas superiores a 24.000 euros prevista para enero de 2011. Con lo cual, si bien es cierto que las transacciones vienen mostrando algunos síntomas de recuperación, el carácter transitorio de algunos de los impulsos detrás de esta incipiente mejoría siembra dudas respecto a la velocidad a la cual el sector dejará de contribuir negativamente al crecimiento durante los próximos trimestres.

Gráfico 7

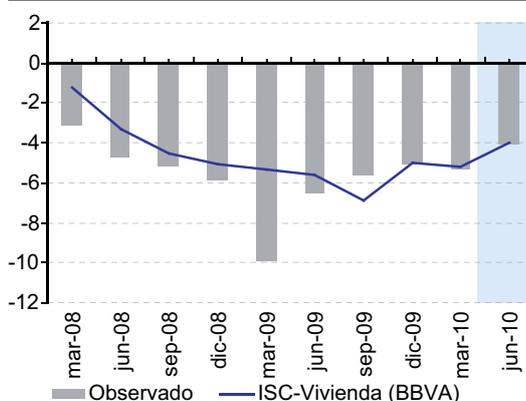
España:
inversión en equipo y otros e indicador sintético BBVA ISI-Empresarial (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 8

España: inversión en construcción residencial e indicador sintético BBVA ISC-Vivienda (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

En lo que respecta al gasto en consumo público cabe señalar que los datos de déficit del Estado de junio, no muestran todavía una disminución importante en la remuneración de asalariados públicos. Lo anterior era esperado debido a que la paga extra del mes de junio venía calculada en base a los ingresos de los 6 meses anteriores y, por lo tanto, no se ha visto tan afectada por la disminución de los salarios públicos aprobada en mayo por el ejecutivo español y puesta en vigor en junio. Sin embargo, tanto el consumo intermedio (-22% a/a en junio) como los gastos en cooperación internacional corriente (-56% a/a en junio), estarían ayudando a revertir la tendencia de aumento que se venía observando en el gasto en consumo público. Más aún, las transferencias corrientes al resto de las administraciones públicas cayeron fuertemente en el mes de junio (5 mil millones de euros) y podrían volver a hacerlo en julio como parte del proceso de consolidación fiscal, lo que seguramente afectará a las partidas de gasto en consumo de las CCAA.

Por su parte, aunque existe cierta incertidumbre acerca de cuándo se implementarán algunas de las medidas adicionales anunciadas concernientes a los recortes en la inversión pública, su impacto podría comenzar a observarse relativamente pronto en la medida en que las empresas relacionadas con el sector de obra pública adelanten sus procesos de reestructuración previendo la desaceleración que se espera en el gasto en infraestructuras. Con todo, cabe destacar que, en línea con la moderada recuperación de la actividad durante los últimos 6 meses, se observa cierta tendencia de mejora gradual en las finanzas del estado mostrando una reducción del déficit acumulado en 12 meses desde el 7,9% del PIB en mayo al 7,1% en junio. Dicho descenso se debe, en parte, al mayor dinamismo de los ingresos públicos durante el primer semestre del año que tiene que ver, en buena medida, con la implementación de medidas orientadas a cumplir con los objetivos presupuestarios para el año (por ejemplo, la eliminación de la deducción de los 400€ en el IRPF). Sin embargo, también se observa una recuperación más allá de estas medidas, como lo demuestra la tendencia en el crecimiento de los ingresos en términos homogéneos (una vez descontadas políticas discrecionales) que crecieron un 5,8% a/a en junio, frente a un 4,7% en mayo. En particular, el crecimiento interanual en los ingresos por pago de IVA y en menor medida, por el IRPF, han presentado una recuperación importante. Así, en el acumulado de los últimos 12 meses la recaudación del Estado por concepto del IVA ya ha alcanzado más de un 2,5% del PIB, después de observarse un mínimo de un 1,7% en febrero de este año. En este sentido conviene destacar que el aumento de los ingresos fiscales como porcentaje del PIB indicaría que se estaría corrigiendo la fuerte sobre-reacción de la recaudación tributaria durante los trimestres en los que su disminución fue mucho mayor que la registrada por el PIB. Esta corrección, junto con los aumentos en los

tipos de algunos impuestos (IVA, IRPF, impuestos especiales y sobre los rendimientos del capital), permite prever que el conjunto de ingresos públicos podría volver a alcanzar a medio plazo fácilmente el 38 por ciento del PIB, nivel similar al promedio observado entre 1995 y 2003.

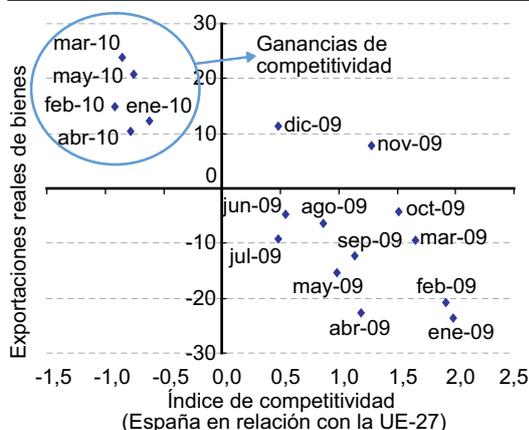
En contraste con la debilidad de la demanda nacional, los datos disponibles hasta la fecha indican que el papel del sector exportador español como motor de la recuperación continuó consolidándose en el segundo trimestre de 2010. Así como en el primer trimestre del año se registró la primera tasa positiva de crecimiento interanual de las exportaciones en dos años (acumulándose cuatro trimestres de crecimiento trimestral positivo), los datos mensuales de la balanza comercial y de la balanza de pagos adelantan un notable crecimiento de las exportaciones reales de bienes y una mejora en el superávit del sector servicios en el segundo trimestre. Como ya se indicaba en el número de junio de Situación España, la continua, aunque moderada, recuperación de la economía europea, junto con las ganancias de competitividad en términos del tipo de cambio efectivo real (TCER) han sido los elementos catalizadores subyacentes de este impulso exportador de la economía española (véase el Gráfico 9). De los principales bienes destinados al mercado exterior, los últimos datos relativos al mes de mayo revelan el gran dinamismo exportador de los bienes de capital (36% m/m CVEC), entre los que destacan la partida de bienes de equipo y la de los bienes intermedios (6% m/m CVEC). Tras la caída de abril, y a pesar de la reducción progresiva de los estímulos fiscales para la compra de automóviles en los países de nuestro entorno, las exportaciones del sector del automóvil aumentaron un 11% m/m CVEC en mayo, apoyándose principalmente en el buen comportamiento de las ventas de componentes. En resumen, la diversidad sectorial mostrada por el tejido exportador español indica que su buen comportamiento previsiblemente continuará tras la finalización de los planes de achatarramiento de nuestros principales socios comerciales (véase el Gráfico 10).

A pesar del dinamismo de las exportaciones, el saldo de la balanza por cuenta corriente se ajusta a un ritmo más moderado. Las cifras recientes revelan un descenso en el ritmo de ajuste del déficit externo en el acumulado anual debido, fundamentalmente, al ligero deterioro del déficit comercial. Este empeoramiento vino propiciado por el efecto base causado por el aumento del precio del crudo en el segundo semestre del pasado año y que supuso un empeoramiento del saldo deficitario energético español. Hacia delante, la estabilización del precio del crudo junto con el dinamismo de las exportaciones y la ralentización de la demanda de importaciones reactivarían el moderado ritmo de mejora del saldo externo reduciendo así las necesidades de financiación de la economía española.

Por otro lado, los indicadores disponibles a la fecha de cierre de este informe también apuntan a una evolución favorable del turismo receptor para el conjunto del segundo trimestre de 2010. Según los últimos datos de la Encuesta de Ocupación Hotelera realizada por el INE, durante el 2T10 el número de viajeros y las pernoctaciones hoteleras de no residentes se incrementaron un 9,3% y un 4,4% interanual, respectivamente (un 5,3% t/t y un 1,3% t/t CVEC, respectivamente, según nuestras estimaciones). En esta misma línea, y según los datos publicados por EGATUR, el gasto nominal total de los visitantes extranjeros se incrementó a un ritmo interanual del 0,7%, (0,2% registrado en el trimestre anterior), lo que supone un avance trimestral del 0,3% t/t una vez corregida la estacionalidad y el efecto calendario.

Gráfico 9

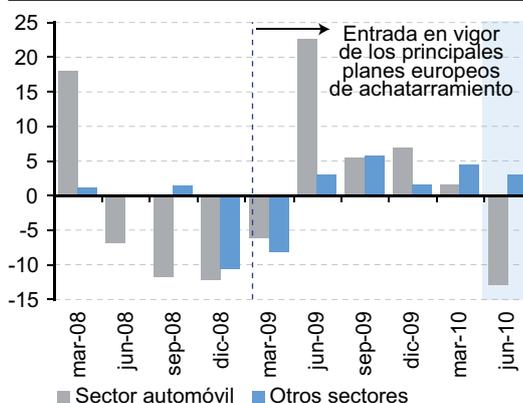
España: recuperación de las exportaciones reales de bienes e índice de competitividad a partir de precios industriales (% a/a)



Nota: desplazamientos a la izquierda suponen mejoras en la competitividad
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España y Ministerio de Industria, Turismo y Comercio

Gráfico 10

España: exportaciones de bienes en volumen, sector del automóvil y resto de sectores (% t/t, CVEC)

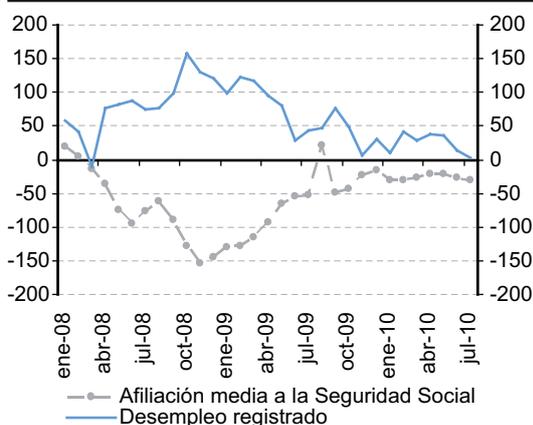


Nota: los datos de junio de 2010 son previsiones BBVA Research
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Industria, Turismo y Comercio

En lo que respecta al mercado laboral, por su parte, los indicadores relativos al segundo trimestre del año ponen de manifiesto que el empleo sigue sin mostrar síntomas de mejora, al no experimentar cambios significativos una vez eliminadas las variaciones estacionales propias del mismo. Si bien la afiliación a la Seguridad Social –soportada por el buen comportamiento del sector servicios– ha experimentado una leve moderación de su ritmo de contracción, el desempleo exhibe un cierto grado de rigidez a la baja. Así, corregidos los datos brutos de los efectos estacionales y de calendario, el número de desempleados registrados en los Servicios Públicos de Empleo se incrementó en 105 mil personas entre abril y junio, frente a las 72 mil del trimestre precedente (véase el Gráfico 11). La reciente publicación de los datos de la Encuesta de Población Activa, correspondientes al 2T10, confirma la evolución apuntada anteriormente. Como se observa en el Gráfico 12, el aumento de la participación laboral por encima de la creación de empleo en términos brutos (115 mil y 82 mil personas, respectivamente) provocó un nuevo repunte de la tasa de desempleo, que se situó en el 20,1%. Una vez corregida la estacionalidad propia del trimestre, la caída estimada del empleo se situó en el entorno de las 77 mil personas, inferior a la registrada el trimestre anterior (109 mil personas), pero que sigue sin mostrar una clara tendencia de recuperación.

Gráfico 11

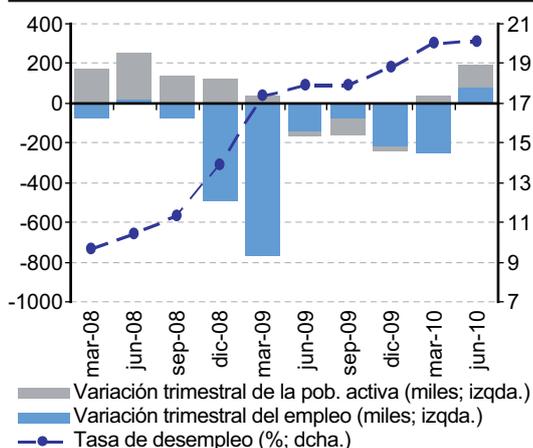
España: desempleo registrado y afiliación media a la Seguridad Social (Variación mensual en miles. Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de SPEE y MTIN

Gráfico 12

España: empleo, población activa y tasa de desempleo



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los ajustes en curso anticipan que la economía española podría volver a contraerse en el tercer trimestre de 2010

Como ya se mencionaba en el anterior número de esta publicación, la aceleración del proceso de consolidación fiscal junto con la persistencia de las incertidumbres y de la volatilidad en los mercados financieros de capital (atenuada, entre otros factores, por la reciente publicación de las pruebas de solvencia aplicadas a la banca europea) podrían tener un impacto negativo, aunque limitado y transitorio, sobre el crecimiento de la economía española en el corto plazo. Así, podrían volver a observarse tasas de crecimiento intertrimestral negativas en los próximos meses, aunque de una intensidad mucho menor respecto a las que se registraron durante 2008 y 2009. En este escenario el PIB se contraería cerca de un 0,6% en el conjunto de 2010 (véase el Cuadro 1).

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(Tasas interanuales, %)	1T10	2T10	3T10	4T10	2008	2009	2010	2011
Consumo hogares	-0,6	0,7	-0,1	-1,2	-0,6	-5,0	-0,3	0,3
Consumo AA.PP.	1,5	2,0	0,5	1,8	5,5	3,9	1,4	0,2
FBCF	-9,9	-8,5	-9,2	-10,4	-4,4	-15,2	-9,5	-3,2
Equipo y otros productos	-8,8	-6,3	-9,4	-13,3	-2,7	-20,6	-9,4	-1,9
Construcción	-10,6	-9,9	-9,2	-8,4	-5,5	-11,1	-9,5	-4,0
Vivienda	-20,7	-18,6	-15,7	-12,3	-10,3	-24,5	-16,8	-6,1
Resto	-2,8	-3,7	-4,8	-6,0	-0,4	1,6	-4,3	-2,5
Var. existencias (*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-2,5	-1,3	-2,2	-2,7	-0,5	-6,4	-2,2	-0,6
Exportaciones	8,0	7,7	6,2	4,4	-1,0	-11,3	6,6	7,3
Importaciones	2,6	2,9	-1,2	-4,0	-4,9	-17,7	0,0	1,5
Saldo exterior (*)	1,2	1,1	1,8	2,1	1,4	2,8	1,5	1,3
PIB pm	-1,3	-0,2	-0,4	-0,6	0,9	-3,6	-0,6	0,7
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	-0,1	0,9	0,6	0,1	2,0	-1,8	0,4	1,2
PIB sin construcción	0,3	1,4	1,1	0,7	2,3	-2,2	0,9	1,5
Empleo total (EPA)	-3,6	-2,5	-2,4	-2,0	-0,5	-6,8	-2,6	-0,3
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	20,0	20,1	18,9	19,4	11,3	18,0	19,6	19,4
Empleo total (e.t.c.)	-3,6	-2,5	-2,5	-2,1	-0,6	-6,7	-2,7	-0,5

(*) contribuciones al crecimiento

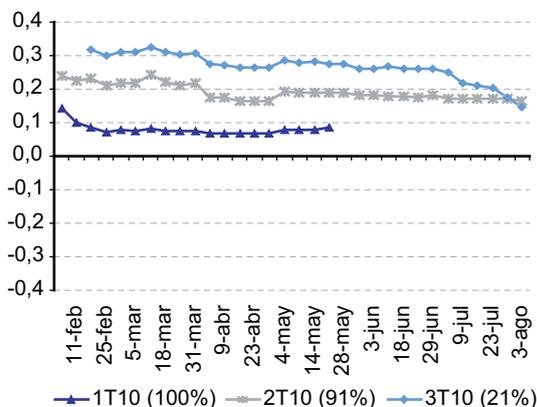
Fuente: INE y previsiones BBVA Research

La información coyuntural recopilada durante el mes de julio y hasta la fecha de cierre de esta publicación, relativa al mes de julio, es todavía muy parcial. Sin embargo, las matriculaciones de turismo del mes de julio (un -34,3% m/m CVEC) junto al indicador adelantado del IPC para este mes (1,9% a/a frente a un 1,5% a/a en junio) apuntan ya a que tanto la demanda como los precios se están viendo afectados por el incremento del IVA vigente desde el primero de julio, en línea con nuestro escenario central. En esta misma línea, los indicadores de confianza industrial y del consumidor publicados por la Comisión Europea mostraron un retroceso de un punto en cada caso. La caída de la confianza del consumidor estuvo principalmente marcada por la evolución negativa de la conveniencia de compras relevantes (-9,8 puntos) mientras que la reducción de la confianza industrial responde sobre todo a la corrección a la baja de las expectativas de producción futura (-2,4 puntos), lo que nos permite adelantar la ralentización de la mejora de la actividad industrial durante los próximos meses. Finalmente los datos de afiliación a la Seguridad Social (media mensual) y de paro registrado del mes de julio mostraron que el mercado laboral comienza el tercer trimestre de 2010 sin experimentar aún una mejora significativa una vez corregidas las variaciones estacionales. Mientras se siguió destruyendo empleo (-30 mil personas, CVEC), el paro registrado apenas creció (+3 mil personas, CVEC). Considerada esta información del mes de julio, las previsiones de corto plazo del PIB realizadas a partir del modelo MICA-BBVA¹ sugieren que el tercer trimestre de 2010 habrá comenzado de nuevo con un crecimiento débil, alrededor de una décima, por lo que la evolución de este indicador no revela ninguna aceleración de la actividad. Por el contrario, el Gráfico 13 muestra cómo la previsión en tiempo real para el trimestre en curso se ha reducido en una décima, desde el 0,2% t/t cuando terminó el 2T10 (previsión del 29 de junio) hasta el 0,1% t/t a la fecha de cierre de este informe (previsión del 3 de agosto). Teniendo en cuenta que se trata de una reversión temporal en la tendencia de mejora, se estima que la probabilidad de crecimiento negativo se mantendría en torno a la estimada para el 2T10, permaneciendo todavía en cotas elevadas (véase el Gráfico 14).

1: Para una descripción del modelo, véase Situación España, noviembre 2009, disponible en: http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/0911_situacionespana_tcm346-204668.pdf?ts=3072010.

Gráfico 13

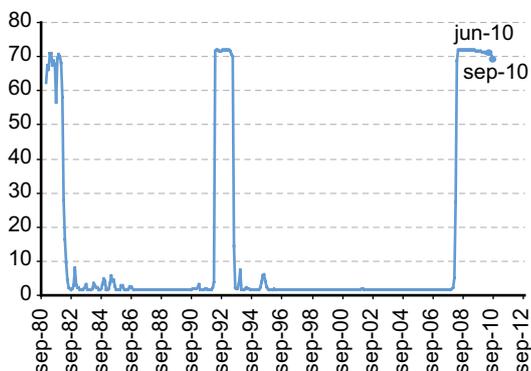
España: previsiones de crecimiento trimestral del PIB en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación



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 14

España: probabilidad de crecimiento trimestral negativo (%)



Fuente: BBVA Research

Sin embargo, no se puede descartar la existencia de sesgos al alza incluso en el corto plazo

Como bien se detallaba en el último número de Situación España, existen factores que podrían dar lugar a una mejora del escenario para la economía española incluso en el corto plazo. En primer lugar, el sector exportador español previsiblemente continuará ejerciendo de contrapeso ante la débil demanda interna. Por un lado, la economía del área del euro, receptora de cerca del 60% de las exportaciones españolas, está empezando el tercer trimestre de 2010 con un comportamiento relativamente mejor al previsto a finales de junio. Así, nuestras perspectivas a corto plazo para el conjunto de la unión monetaria han mejorado ligeramente y sitúan el crecimiento del PIB en torno al 0,9% para el conjunto de 2010 (0,2 pp por encima del proyectado en el anterior ejercicio de previsiones). Por otro lado, la respuesta a una depreciación del euro podría ser mejor a la esperada, dada la mayor diversificación de las exportaciones que se ha observado en los últimos diez años hacia destinos fuera de la zona euro. La sustitución de importaciones extra-UEM por importaciones intra-UEM en el conjunto de la unión monetaria y la mayor penetración en los mercados extra-UEM, que hoy en día presentan un mayor dinamismo de su demanda, podrían así mejorar las perspectivas del sector en los próximos trimestres. Adicionalmente, de darse un comportamiento mejor al esperado de las exportaciones españolas en el corto plazo, podría repetirse el patrón clásico de pre-recuperación económica que, de forma semejante a lo ocurrido en otras recesiones, empezó a observarse desde mediados de 2009. Las empresas, ante la anticipación de un mejor tono doméstico y del repunte de la demanda externa, aumentarían rápidamente la inversión empresarial para elevar su capacidad productiva.

En segundo lugar, no puede descartarse que el impacto de las medidas adicionales de consolidación fiscal aprobadas en mayo termine siendo muy limitado al venir acompañado de reformas estructurales como la del mercado laboral y la nueva Ley Orgánica de Cajas de Ahorro (LORCA). En este sentido, cabe resaltar que tanto el contenido del texto final contemplado en estas reformas, como el grado de eficiencia en su implementación, podrían ser determinantes en el ritmo de recuperación de la economía española en los próximos trimestres (véase la sección C de este informe). Finalmente, si las incertidumbres aún existentes en los mercados financieros internacionales continúan disminuyendo como lo han hecho durante las últimas semanas, se podría producir un aumento de la confianza, tanto de los inversores internacionales como de los agentes nacionales, que reduciría la presión a la baja sobre el crecimiento de la demanda interna. En este sentido, los resultados de las pruebas de esfuerzo que acaban de conocerse muestran la resistencia y capacidad del sistema financiero español para hacer frente a escenarios estresados especialmente adversos y es de prever que sirvan para acotar las incertidumbres que sobre él pesan.

C. Tensiones financieras y aceleración de las reformas estructurales

Desde la publicación del último Situación España, dos eventos han supuesto una desviación respecto al escenario base ahí descrito. En primer lugar, una mayor incertidumbre en los mercados de capital que dio lugar a un incremento significativo de la prima de riesgo soberana de España. A este respecto, dicho aumento fue mayor del esperado y tuvo una permanencia en el tiempo superior a la que se preveía hace un par de meses por lo que, a pesar de la intensa corrección de las últimas semanas, introduce a corto plazo una mayor incertidumbre respecto al escenario de normalización de las tensiones financieras previsto en primavera. En segundo lugar, y en parte como respuesta a este primer factor, se ha observado un proceso de aceleración de las reformas estructurales en España, sobre todo las relacionadas con la reestructuración del sector financiero, el mercado laboral y la consolidación fiscal. Ambos eventos tendrán efectos en el corto y medio plazo sobre la actividad. Sin embargo, para poder evaluar con suficiente rigurosidad el impacto final, será necesario analizar cuál es el alcance de las reformas. Los primeros indicios apuntan a que se avanza en la dirección correcta y a que el crecimiento potencial de la economía mejorará con la implementación de las medidas anunciadas. Sin embargo, los retos a los que se enfrenta la economía española son lo suficientemente exigentes como para que se aproveche esta oportunidad y se sea ambicioso en aquellos puntos que quedan por definir. Más aún, se debe evitar cualquier duda ahora que los mercados comienzan a normalizarse y a incorporar como expectativas los efectos de estas reformas.

El incremento en la incertidumbre

Pese al plan europeo, las tensiones financieras permanecieron elevadas

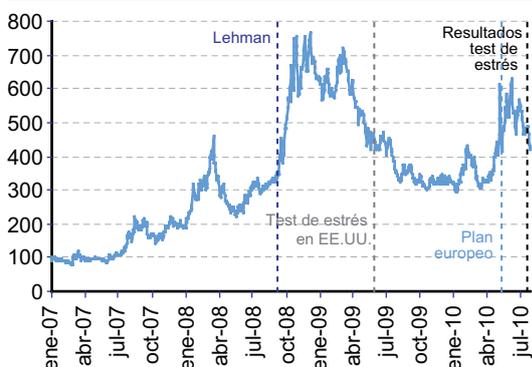
En el último trimestre, los mercados financieros han estado afectados principalmente por los vaivenes de la crisis soberana europea. Así, hemos visto que las tensiones financieras permanecieron elevadas en mayo y junio, pese al plan europeo aprobado a comienzos de mayo, y diversos países europeos, notablemente España y Portugal, han estado sometidos a una fuerte presión del mercado. El rendimiento de los bonos soberanos de los países europeos periféricos alcanzó nuevos máximos a mediados de junio, las bolsas cayeron lastradas por el sector financiero y el coste de cubrirse del riesgo de impago de deuda pública y privada subió notablemente.

Aunque en las últimas semanas ha habido una disminución de las primas de riesgo, la incertidumbre es todavía alta

Sin embargo, en el último mes, y de forma más evidente en las últimas semanas, las tensiones financieras en la zona euro han cedido significativamente después de la publicación de los resultados de las pruebas de estrés a las que han sido sometidas las principales instituciones financieras europeas. De hecho, España ha sido uno de los países periféricos más beneficiados en este recorrido a la baja de las primas de riesgo, a lo que han contribuido los buenos resultados de las colocaciones de deuda pública y la menor presión de necesidades de financiación en el corto plazo. Sin embargo, la incertidumbre en los mercados financieros, particularmente en el interbancario y en los de emisión de deuda privada, es todavía alta y su impacto en la actividad es todavía incierto. La clave está en que los países que han sufrido más intensamente el contagio de la crisis griega recuperen plenamente el acceso a los mercados de financiación. El panorama para el segundo semestre del año es más alentador, después de que varios de los países que habían estado sometidos a la presión del mercado hayan podido volver a emitir deuda pública en subastas con buena demanda, siendo notable el caso de España, pero también el de Grecia. Al mismo tiempo, el BCE ha continuado durante este período con su política monetaria acomodaticia, aunque la liquidez que está inyectando vaya descendiendo en el agregado de la zona euro.

Gráfico 15

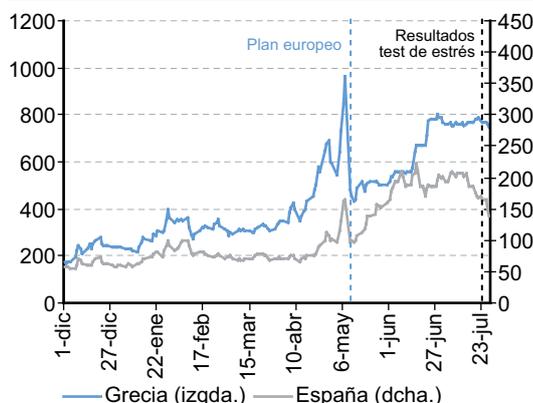
UEM: indicador de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 16

Grecia y España: diferencial del bono a 10 años con Alemania (en pb)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Las tensiones tendrán efectos diferenciados en el corto y medio plazo

Hacia delante, es previsible que las tensiones financieras vayan remitiendo pero que las primas de riesgo se sitúen por encima de las observadas a finales de 2009. En el caso de España, lo anterior tendrá efectos diferenciados en el corto y en el medio plazo. En el corto, es posible que el incremento de las primas de riesgo conduzcan a una disminución de la demanda interna, debido al encarecimiento en el coste del crédito, la restricción cuantitativa en los mercados de financiamiento externo y a la caída de la confianza de empresarios y consumidores, al menos transitoriamente. Mientras tanto, este episodio ha logrado intensificar un proceso de reformas estructurales que, de consolidarse, tendrá efectos positivos sobre el crecimiento.

Las primas de riesgo todavía no reflejan los fundamentales de la economía española

Empezando por los efectos de corto plazo, será fundamental observar la velocidad de corrección en los principales indicadores de tensión para delimitar el impacto final sobre la actividad. A este respecto, cabe destacar que las valoraciones actuales que está haciendo el mercado no corresponden a los fundamentales de la economía española. En particular, nuestra economía se encuentra inmersa en un proceso de ajuste intenso que ha supuesto aumentos importantes en la tasa de ahorro de las familias, una reducción significativa de la inversión en sectores de alto crecimiento en el pasado y, como consecuencia, una disminución de las necesidades de financiación de la economía en su conjunto. Asimismo, el sector público español ha sido uno de los primeros en comenzar con el proceso de ajuste fiscal, desde niveles de endeudamiento relativamente bajos, anunciando antes que la mayoría de países europeos el retiro de las medidas discrecionales y proponiendo subidas de impuestos. El buen historial de España en términos de cumplimiento de sus sendas de consolidación fiscal y la credibilidad de sus instituciones son activos diferenciales respecto a otras economías. Todo lo anterior forma parte de unos fundamentales que suponen una diferenciación positiva de la economía española respecto a otros países con desequilibrios similares al inicio de la crisis. En la medida que el mercado interiorice estos factores, debería observarse una disminución rápida de las primas de riesgo y una menor restricción externa.

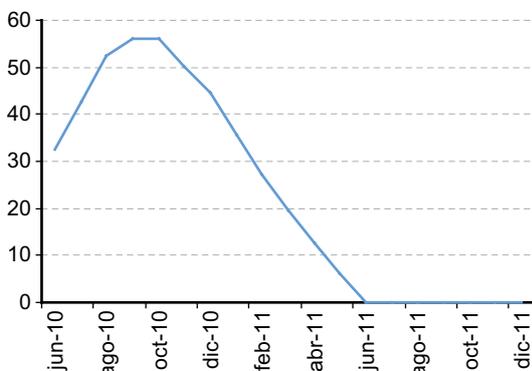
Las tensiones han sido mayores que lo previsto. Esto tendrá un impacto negativo sobre la demanda interna

Sin embargo, en la medida en que la prima soberana se ha mantenido en niveles elevados por un período mayor que el previsto, la probabilidad de que la consolidación fiscal vaya a tener un impacto positivo sobre la demanda interna en el corto plazo ha ido disminuyendo. Por ejemplo, en el anterior Situación España se explicaba que la consolidación fiscal podría tener un efecto positivo si se percibiera como un "cambio de régimen" generando una mayor confianza y una disminución de los costes asociados con la restricción presupuestaria del Estado. Como se ve en los gráficos siguientes², la prima de riesgo se encontrará durante unos meses por encima de lo estimado hace tres meses, cuando esperábamos una normalización de las tensiones financieras más rápida de la que finalmente se ha producido. Este factor tendrá un impacto negativo sobre la demanda interna que, sin embargo, se verá compensado por el incremento de las exportaciones como consecuencia de ganancias de competitividad propiciadas por el menor crecimiento doméstico de los precios y la depreciación del euro, más rápida de lo previsto.

2: La simulación en los gráficos corresponde a los resultados utilizando en modelo REMS. Para una descripción del modelo, véase Situación España, noviembre 2009, disponible en: http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/0911_situacionespa-na_tcm346-204668.pdf?ts=3072010

Gráfico 17

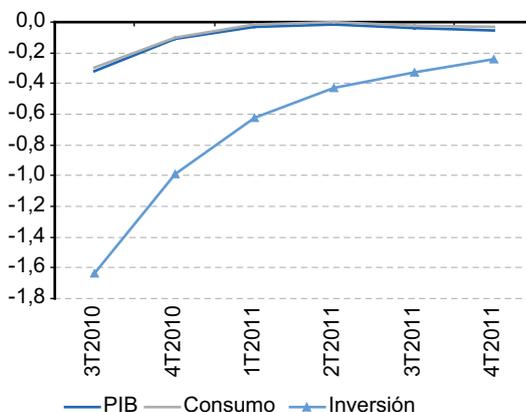
Diferencia en prima de riesgo del bono a 10 años español respecto al escenario base BBVA de hace 3 meses (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 18

Impacto de la mayor prima de riesgo con el modelo REMS (desviación porcentual respecto a la tendencia)



Fuente: BBVA Research

A medio plazo, la aceleración de las reformas podría incrementar el crecimiento potencial

En cualquier caso, los mayores efectos del incremento en la incertidumbre en los mercados podrían verse en el medio plazo. En particular, los eventos previamente descritos han acelerado la toma de decisiones respecto a una serie de reformas estructurales que se consideran totalmente necesarias para elevar el crecimiento potencial de la economía y cuya importancia se destacaba también en el anterior número de Situación España. A este respecto, el Gobierno ha decidido avanzar principalmente en tres frentes: el proceso de reestructuración del sector financiero, la consolidación fiscal y la reforma del mercado laboral.

La reestructuración del sector financiero se ha acelerado en los últimos meses

Los procesos de fusión suponen un paso en la dirección correcta, aunque el nivel de consolidación es todavía insuficiente

El proceso de reestructuración del sistema financiero español, que empezó de forma tímida con la aprobación de tres fusiones en marzo de este año, se ha acelerado sustancialmente durante la segunda mitad del semestre, con un cuantioso número de solicitudes presentadas poco antes del 30 de junio, fecha de expiración del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). A partir de esta fecha, el Banco de España dio por finalizado el proceso de reestructuración. No obstante, cabe mencionar que el pasado 26 de julio el FROB recibió la autorización europea para su renovación hasta finales de 2010, por lo que podría disponerse de fondos adicionales para continuar el proceso de ser necesario. Hasta ahora se han aprobado siete fusiones y Sistemas Institucionales de Protección (SIP) con ayuda del FROB, y dos fusiones y SIP sin necesidad de recurrir a la ayuda del FROB. Aún quedan pendientes de autorizar otras tres fusiones y SIP más. Hasta el momento, se han desembolsado 12 mil millones de euros y se han anunciado reducciones de plantilla -de un 3% del total del sistema bancario- y del número de oficinas de un 5% del total. Estas cifras indican que, si bien el exceso de capacidad del sector se habría visto reducido, el nivel de consolidación se muestra todavía insuficiente. No obstante, no cabe duda de que los procesos de fusión en curso suponen un paso en la dirección correcta que, unidos al efecto positivo tanto de la aprobación de la nueva Ley de Cajas como de la publicación de los resultados de las pruebas de esfuerzo (test de estrés), permitirán profundizar de manera decisiva en el proceso de reestructuración.

Las pruebas de esfuerzo españolas muestran escenarios de mayor severidad y presentan una mayor transparencia que los del resto de Europa

En efecto, los test de estrés realizados por el Banco de España sobre la práctica totalidad del sistema financiero español marcan un punto de inflexión en la valoración del mercado sobre el conjunto del sistema, ya que su acogida ha sido muy positiva. A ello ha contribuido la mayor severidad en los escenarios macroeconómicos simulados para España (en términos de caída del PIB y del precio de la vivienda), la mayor transparencia (no sólo por la mayor cobertura, sino también porque se facilitaba información adicional sobre exposición por carteras) y la mayor prudencia en el cálculo de los márgenes bancarios. Así, el escenario de riesgo asumido, tanto a nivel macroeconómico como financiero y soberano es robusto, detallado y mucho más severo para España que para otros países de la UEM, particularmente en lo que se refiere al ajuste del sector inmobiliario. En el escenario

adverso se contempla una caída en el precio de la vivienda del 24% hasta 2011. Esto implicaría un ajuste real del 40% desde el máximo valor alcanzado y en menos de tres años y medio, una corrección mayor que la media observada en crisis inmobiliarias pasadas³. Adicionalmente, se trata de una corrección que sólo se impone a España, a pesar de que, tal y como señala el Fondo Monetario Internacional (FMI), otros mercados inmobiliarios europeos, tales como Irlanda, Francia, Reino Unido u Holanda, presentan desequilibrios en algunos casos superiores a los españoles. Por otra parte, se ha incluido un tercer escenario más adverso que altera la curva de rendimientos para captar los efectos de una hipotética crisis de deuda soberana.

En segundo lugar, el ejercicio español ha sido más transparente que en otros países. Frente a una cobertura media europea del 65%, en España se han analizado la práctica totalidad de las entidades bancarias (95%), y el Banco de España ha proporcionado más información que sus homólogos europeos, incluyendo detalles sobre las carteras de crédito de cada entidad.

Por último, las diferencias observadas en las distintas estimaciones nacionales acerca de los beneficios antes de provisiones afectan a la credibilidad del ejercicio europeo. Sin embargo, en el caso de España, este rubro sufre una caída muy superior a la media europea⁴, dando, una vez más, muestra de la mayor rigurosidad del ejercicio español.

Los resultados dan clara muestra de la solidez del sistema financiero español

Los resultados muestran una resistencia significativa del sistema financiero español, en línea con lo esperado. Teniendo en cuenta lo extensa que ha sido la muestra analizada, no es de extrañar que cinco grupos de cajas de ahorro hayan mostrado una necesidad de capital, suponiendo en su conjunto sólo el 6,5% de los activos totales.

Las necesidades de capital estimadas para 2010 y 2011 se encuentran en línea con nuestras estimaciones y resultan perfectamente asumibles por la economía española. En términos agregados, en el escenario adverso serían necesarios 16,2 miles de millones de euros, el 1,5% del PIB nacional, para recapitalizar al sector. Esta cifra supone dos mil millones de euros más frente a los 14,6 miles de millones de euros que ya han sido proporcionados por el FROB (12 mil millones) y los Fondos de Garantía de Depósitos (2,6 miles de millones). Además, las entidades con una ratio de capital Tier 1 sobre activos holgada, superior al 8% en el escenario adverso, suponen el 52% de los activos del sistema.

El sistema cuenta con adecuados instrumentos de capitalización

En resumen, los resultados obtenidos dan clara muestra de la fortaleza del sector bancario español, incluso bajo un escenario de estrés particularmente adverso en relación con los restantes países europeos. Ello debería facilitar la discriminación entre entidades solventes e insolventes, contribuyendo a disipar cualquier incertidumbre en torno a la solvencia del sistema en su conjunto. Mientras el mercado de capitales se abre progresivamente, el apoyo público vía FROB supone un soporte importante para el grupo de entidades que necesitan aumentar su capital. La reciente modificación de la Ley de Cajas ha llegado en un momento muy oportuno al (i) facilitar nuevas vías de captación de capital privado y (ii) permitir al FROB acudir, en circunstancias excepcionales, al rescate de entidades individuales con necesidades claras de recapitalización. En efecto, la nueva Ley de Cajas supone una noticia muy positiva para la economía española en su conjunto, no sólo para el sector de las cajas de ahorros en particular, ya que facilita nuevas vías de captación de capital, aumentando el atractivo de las cuotas participativas mediante la posibilidad de dotarlas de derechos de voto, lo cual debería redundar en un fortalecimiento del capital de las cajas.

El nuevo régimen jurídico de las cajas de ahorros consagra, además, tres posibles formas de "bancarización": (i) ejercicio de la actividad de manera indirecta a través de una sociedad anónima (banco) al que aporten su negocio financiero, (ii) ejercicio de la actividad de manera indirecta a través de la entidad central de un SIP y (iii) segregación de la actividad financiera en un banco y transformación en una fundación de carácter especial (que gestionaría la obra benéfico-social, así como la cartera de valores).

3: Basado en el análisis de 44 crisis inmobiliarias pasadas. Se ha calculado un ajuste medio en el precio de la vivienda del 21% y un intervalo temporal no inferior a 4 años.

4: Mientras que para el sistema financiero español la variación en los beneficios antes de provisiones entre 2009 y las estimaciones para 2010-11 es del -18%, en Alemania permanecen estables e incluso aumentan un 6% en Francia.

El FROB puede adquirir títulos emitidos por entidades solventes

Pero la reforma no sólo posibilita nuevas formas de capitalización a través de los mercados sino que también establece que, de forma excepcional, el FROB podría adquirir títulos emitidos por entidades solventes y viables que, en circunstancias de estrés, puedan necesitar reforzar su capital. Se abre así una vía de recapitalización adicional para algunas de las cinco entidades identificadas como “vulnerables” en el ejercicio de estrés.

Por último, otro elemento importante de la Ley que también podría contribuir de manera decisiva a mejorar la percepción del sector de las cajas en los mercados, tanto nacionales como internacionales, es la prohibición de contar con cargos electos y altos cargos de la Administración Pública en los órganos de gobierno, un elemento que sin duda favorecerá la profesionalización de la gestión de estas instituciones.

El proceso debe continuar garantizando entidades viables y un terreno de juego neutral

A modo de reflexión final cabe destacar que los test de estrés han demostrado que los problemas de solvencia del sector financiero español están acotados y, aún más importante, que existen mecanismos para hacer frente a los problemas de las entidades que han revelado mayor vulnerabilidad, como la reformada LORCA o la extensión del FROB. Esta combinación de factores facilita el proceso de reestructuración del sector financiero, que tendrá que seguir avanzando en la consecución de dos objetivos: (i) garantizar que las entidades que operen en el mercado español sean viables en el largo plazo y (ii) garantizar la existencia de un terreno de juego neutral en el que éstas puedan competir en igualdad de condiciones.

Una consolidación fiscal ambiciosa pero factible

El gobierno español ha sentado las bases para una consolidación fiscal ambiciosa, sin embargo, como hemos venido afirmando desde BBVA Research, resultará factible si el ajuste fiscal se lleva a cabo de forma rigurosa por parte de todas las administraciones públicas. De acuerdo a nuestros cálculos, una vez que se definan las políticas detrás del objetivo del techo de gasto para 2011, casi el 80% del ajuste hacia el 3% del PIB de déficit en 2013 se habrá alcanzado dos años antes. Más aún, una parte importante de este esfuerzo habrá recaído en el gasto, lo que le da credibilidad al ajuste y minimiza su impacto sobre el crecimiento.

Que debe dar prioridad a la racionalización del gasto

Hacia delante, es necesario y deseable que el Gobierno y las restantes administraciones públicas mantengan esta línea de acción si es que se necesitan tomar medidas adicionales, o simplemente a la hora de definir los esfuerzos que habrán de hacerse hacia 2012 y 2013. A este respecto, cabe señalar que debería darse prioridad a la racionalización del gasto corriente antes que continuar ajustando la inversión pública.

Más aún, sería aconsejable que se avance en la línea de una menor carga impositiva en la renta de las familias o en el impuesto sobre sociedades. A corto plazo, se debe tener en cuenta que una sociedad como la española, al igual que las otras economías avanzadas, tiene una tolerancia limitada a los aumentos impositivos, por lo que debería aprovecharse la coyuntura actual para avanzar hacia un sistema impositivo más eficiente, simple y competitivo respecto al resto de Europa.

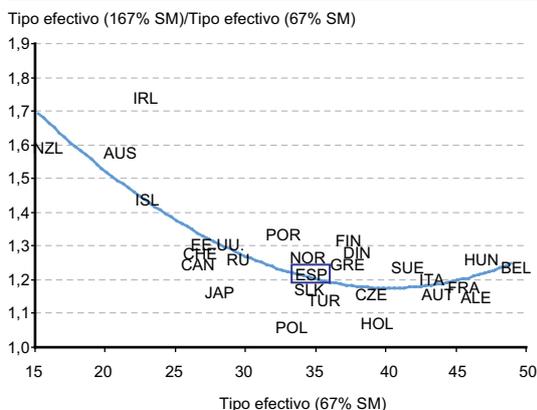
Pero que también se debe aprovechar para mejorar la eficiencia del sistema impositivo

Aquí, hay que recordar que la prioridad de cualquier ajuste debería ser la de minimizar el impacto de las medidas sobre el crecimiento y, más relevante aún en el caso de la economía española, sobre el empleo. Asimismo, deben tenerse en cuenta los efectos negativos de una mayor progresividad del impuesto sobre la renta del trabajo, que en España se encuentra ya por encima de la media de los países de nuestro entorno. Cabe mencionar que el tipo marginal sobre la renta en España es un punto porcentual más elevado que en la UEM, de acuerdo con los datos recientemente publicados por Eurostat. Si en lugar de comparar tipos marginales, se compara el tipo efectivo (incluyendo cotizaciones sociales y las deducciones) de un trabajador soltero y sin hijos que percibe un 167% del salario medio frente al de un trabajador que recibe el 67%, se observa que la progresividad impositiva en España está en línea con la norma que se observa para los países de la OCDE, es superior a la de Alemania, Austria, Francia o Italia, y es ligeramente inferior a la de Suecia y otros países nórdicos, en donde los tipos de los impuestos indirectos son mucho mayores que en España⁵. Incrementos adicionales en esta tasa máxima generarían desincentivos relativos a la acumulación de capital humano y al trabajo en España de la población con mayores niveles educativos, frente a otras economías con menores cargas impositivas, afectando negativamente a la captación de talento y al potencial de la economía española. Prevenir este tipo de desincentivos es fundamental si se quiere avanzar en un cambio de modelo productivo que fomente la innovación y el empleo.

5: Véase *Taxing Wages*, OECD (2010).

Gráfico 19

Progresividad del sistema impositivo en la OCDE



Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

Cuadro 3

Tipos impositivos en Europa y España

	IRPF*	Sociedades*	Consumo
UE 27	37,5	23,2	20,2
España	43	30	18

* Tipo marginal

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Además de evitar un aumento de la ya elevada progresividad fiscal, sería deseable incrementar la eficiencia del sistema impositivo español, sin elevar el tipo efectivo medio de las rentas del trabajo y del capital, teniendo en cuenta tres hechos estilizados:

1. La carga impositiva sobre el trabajo es alta en España en relación con otros países de la UE.
2. El impuesto de sociedades es elevado en términos comparativos.
3. La imposición indirecta es relativamente baja.

Las cotizaciones sociales empresariales son de las más elevadas de la UEM

Respecto al primer punto, ya en anteriores publicaciones (véase por ejemplo, Boscá *et al*; 2009)⁶ se ha mostrado que el tipo efectivo medio de las cotizaciones sociales empresariales en España es de los más elevados en la UEM (sólo por debajo del de Francia e Italia) y que se encuentra muy por encima del observado en los EE.UU. En momentos en los que la creación de empleo debe ser una de las máximas prioridades, políticas que puedan facilitar la contratación de trabajadores deben ser siempre bienvenidas.

Y el impuesto de sociedades también

Otro factor que se debe tomar en cuenta, si se desea mejorar la eficiencia del sistema impositivo español, es que el impuesto de sociedades es también uno de los más elevados de Europa, por lo que no hay margen para aumentarlo sin que ello suponga una desventaja comparativa frente a otros países de nuestro entorno. En particular, la imposición sobre los beneficios de las empresas españolas resulta elevada (al menos, antes de deducciones), sobre todo si se considera que la literatura económica muestra razones para pensar que el nivel óptimo de este tipo de impuestos debería de ser reducido (al final, la imposición sobre el capital no es sino una imposición repetida sobre el consumo futuro de los hogares).

Incrementar la imposición indirecta y disminuir la directa promovería mayor eficiencia

Finalmente, en un contexto de consolidación fiscal e incertidumbre en los mercados de financiación, es importante que cualquier medida que se proponga sea neutral en términos del déficit público. En una economía que pretende reducir sus necesidades de financiación durante los próximos años, fomentar el ahorro y cambiar el modelo productivo, el incremento de impuestos indirectos (por ejemplo el IVA) como fuente de ingresos públicos supone una de las medidas más eficientes (a corto plazo no distorsiona las decisiones de oferta de trabajo) y efectivas (en términos de recaudación) que pueden tomarse. Este tipo de combinaciones de reducción de impuestos directos por aumento en impuestos indirectos haría a la economía española más competitiva respecto a otros países y fomentaría una transición hacia modelos como el escandinavo, donde el gasto social se financia a través de una mayor imposición indirecta. De hecho, se estima que una reducción permanente de 3,5 puntos porcentuales del tipo efectivo de las cotizaciones sociales a cargo del empleador (empresa y autónomos), que sea compensada por un incremento del tipo efectivo medio de la imposición sobre el consumo en dos puntos porcentuales permitiría aumentar el empleo equivalente a tiempo completo durante el año de su implantación un 1,4%, lo que equivale a unos 280 mil empleos, mientras que el PIB aumentaría un 0,6%.

6: Boscá, J. E., R. Doménech y J. Ferri (2009): "Tax Reforms and Labour market Performance". *Moneda y Crédito* Nº 228, 145-196.

La consolidación fiscal a medio plazo es igual de importante

Por último, es esencial que el proceso de consolidación fiscal tenga también como objetivo disminuir la incertidumbre respecto al medio plazo. En particular, es fundamental mejorar la percepción sobre la sostenibilidad económica de ciertas partes del estado de bienestar. A este respecto, en lugar de afectar negativamente a la calidad de ciertos servicios públicos esenciales con recortes excesivos en el gasto, es preferible buscar fórmulas complementarias de financiación (por ejemplo, mediante copagos razonables en sanidad y educación por parte de los ciudadanos que tienen capacidad económica, y que son mayoría en la sociedad) que aumenten el porcentaje de gasto privado de estos servicios, como ya ocurre en otros países de nuestro entorno. Lo anterior promovería un uso más racional de los servicios en cuestión, a la vez que resolvería la falta de progresividad que existe en la provisión de ellos.

Son necesarias medidas para buscar fórmulas complementarias de financiación

Adicionalmente, para generar la confianza necesaria en las cuentas públicas resulta fundamental la reducción de la incertidumbre ligada a la sostenibilidad de medio plazo del sistema de pensiones. Sobre este punto existe una amplia literatura (véase, por ejemplo, De la Fuente y Doménech, 2010⁷, y las referencias allí citadas) que básicamente apuntan a soluciones como el incremento en la edad de jubilación hasta los 67 años o el aumento en el período de cotización para el cálculo de las pensiones.

La reforma laboral recientemente aprobada constituye un paso en la dirección correcta

El mercado laboral

El Real Decreto Ley (RDL) 10/2010 de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral, aprobado el 16 de junio, constituye un paso en la dirección correcta para resolver los problemas que caracterizan nuestro mercado laboral. En primer lugar, porque supone un avance en el necesario reequilibrio de los costes de contratación y de despido entre trabajadores temporales e indefinidos. Por una parte, la reforma generaliza el contrato de fomento de la contratación indefinida (CFCI), cuya indemnización por despido por causas objetivas es de 33 días por año trabajado⁸. Adicionalmente, el Fondo de Garantía Salarial (FOGASA) abonará 8 días de indemnización para los nuevos contratos indefinidos hasta la entrada en vigor de un fondo de capitalización a comienzos de 2012. Por otra, se avanza en la clarificación de las causas objetivas de despido por razones técnicas, organizativas y productivas, y se introduciría el principio de razonabilidad mínima, lo que podría agilizar el despido procedente por causas económicas.

En segundo lugar, la reforma deja al acuerdo entre empresa y representantes de los trabajadores la inaplicación transitoria del régimen salarial previsto en el convenio colectivo de ámbito superior cuando las perspectivas de la empresa pudieran verse dañadas como consecuencia de tal aplicación. Por tanto, ya no son los convenios de ámbito superior los que establecen los procedimientos que regulan las cláusulas de descuelgue salarial.

En tercer lugar, se refuerzan los instrumentos de flexibilidad interna de la empresa al permitir que se modifiquen las condiciones de trabajo (jornada, distribución del tiempo, turnos, etc.) por causas económicas, técnicas, organizativas o de producción mediante consulta con los representantes legales de los trabajadores. Del mismo modo, se incentiva la suspensión temporal de los contratos y la reducción de la jornada laboral, cubriendo la Seguridad Social la disminución del salario derivada del ajuste⁹.

En conjunto, si bien el RDL 10/2010 constituye un avance relevante sobre la normativa laboral vigente hasta el momento de su aprobación, podría no ser suficiente para resolver los problemas que afectan al mercado de trabajo español.

7: De la Fuente, A. y R. Doménech (2010): "Ageing and real convergence: changes and proposals", en J. F. Jimeno (ed.): *Spain and the Euro, the first ten years*. Banco de España.

8: Paralelamente, se eleva la indemnización por despido de los contratos temporales de forma progresiva: un día por año desde 2012 hasta alcanzar los 12 días por año trabajado en 2015.

9: Esta medida ha sido denominada "modelo alemán" por su similitud con el programa de trabajo reducido vigente en Alemania (*Kurzarbeit*).

Pero una resolución rápida y eficiente de la totalidad de disfuncionalidades que caracterizan nuestro mercado laboral requiere de nuevos avances, que todavía pueden producirse en la tramitación parlamentaria

Dualidad y reequilibrio de la protección del empleo

La reforma aprobada en junio no reduce el amplio menú de contratos existente en nuestro ordenamiento jurídico, por lo que su efecto sobre la dualidad del mercado de trabajo es incierto. Si bien se reequilibra ligeramente la protección del empleo entre trabajadores temporales e indefinidos, a corto plazo la brecha frente a la extinción de un contrato temporal continúa siendo elevada cuando el despido es declarado improcedente (25 días por año trabajado más 15 de preaviso). Con la finalidad de eliminar las diferencias existentes en el tratamiento de empleados respecto a sus condiciones de despido, en el número de marzo de 2009 de la revista Situación España, BBVA Research proponía combinar: a) un nuevo contrato único –que no afectase a los contratos vigentes–, con costes de despido crecientes con la antigüedad del trabajador en la empresa¹⁰; y b) un sistema de seguro de despido financiado con cotizaciones sociales, similar al existente en Austria, que se acumularía en cuentas individuales. Si el trabajador decide cambiar de empresa, podría trasladar su cuenta individual, lo que favorecería la movilidad laboral; si el trabajador no resulta despedido a lo largo de su vida laboral, el montante acumulado en su cuenta se añadiría a su pensión de jubilación. Si bien el RDL 10/2010 avanza en la segunda parte de la propuesta, la generalización del CFCI difícilmente se traducirá en una caída de la dualidad como la que se hubiera alcanzado con un contrato único, que a largo plazo implica –por definición– una tasa de temporalidad nula.

El papel del FOGASA en la equiparación de los costes de despido será limitado, dado que tan sólo abonará los 8 días de indemnización por despido a partir de junio de 2011 y hasta el 31 de diciembre del mismo año de aquellos contratos indefinidos formalizados tras la entrada en vigor del RDL 10/2010. Desde enero de 2012, el pago realizado por el FOGASA será sustituido por el fondo de capitalización, cuyas características, fuentes de financiación y beneficiarios todavía no se han establecido. Si el fondo de capitalización se diseña correctamente con los incentivos adecuados, podría introducir una mejora sustancial en el funcionamiento de nuestro mercado laboral.

En lo referente al despido por causas objetivas, el RDL 10/2010 resulta ambiguo en cuanto a la concurrencia de causas económicas para la extinción del contrato, por lo que si bien la incertidumbre jurídica ha disminuido frente a la normativa previa, todavía resulta lo suficientemente elevada para penalizar esta modalidad de despido. La completa eliminación de la inseguridad jurídica asociada a los procedimientos de despido por causas objetivas no debe interpretarse como una disminución de la protección del empleo, sino como una condición necesaria para que las empresas puedan comparar con certidumbre las ventajas de un contrato indefinido frente a uno temporal, cuyo coste de rescisión es perfectamente conocido. Si los empleadores tuvieran la seguridad plena de que el despido de un trabajador con contrato indefinido siempre fuera declarado procedente cuando concurren razones objetivas, la brecha de costes de despido por tipo de contrato sería mínima, lo que reduciría la preferencia por la contratación temporal en favor de la indefinida¹¹.

Negociación colectiva y cláusulas de descuelgue

La evidencia empírica indica que las características del sistema de negociación colectiva español, en particular, su grado (intermedio) de centralización, favorecen la existencia de rigideces salariales que se traducen en una creación de empleo inferior a la potencial, una mayor tasa de desempleo estructural y una inflación comparativamente elevada¹². Para corregir las ineficiencias del proceso de indicación salarial y fomentar la coordinación entre agentes con la finalidad de alcanzar un círculo virtuoso entre la evolución de las retribuciones y las condiciones macroeconómicas, BBVA Research plantea la necesidad de incrementar el grado de descentralización de la negociación colectiva. La propuesta se materializaría en la supresión del principio de eficacia general automática de los convenios de ámbito superior a la empresa, la limitación de la vigencia máxima en ausencia de negociación (principio de ultra actividad) y la delimitación de las materias a negociar en cada uno de los ámbitos, dejando los aspectos organizativos y salariales para los convenios de empresa. Adicionalmente, la reforma debería flexibilizar la representación legal de los trabajadores en empresas con 5 o menos empleados¹³.

10: Una propuesta similar de contrato único se puede encontrar en: http://www.crisis09.es/propuesta/?page_id=37.

11: De nuevo, un contrato único con indemnizaciones crecientes con la antigüedad acotaría el problema al reducir la inseguridad jurídica. Bentolilla y Jansen (2010) sugieren que la indemnización creciente con la antigüedad podría diferir en función de la procedencia del despido. Véase: Bentolilla, S. y M. Jansen (2010): "La viabilidad jurídica del contrato único", en J. J. Dolado y F. Felgueroso (coordinadores): *Propuesta para la reactivación laboral en España*. Fedea, Madrid. Disponible en: http://www.crisis09.es/ebook_propuesta_laboral/Propuesta_reactivacion_laboral_art_7.pdf.

12: En particular, las causas de la rigidez inducida por la negociación colectiva en España son cuatro: la naturaleza normativa de los convenios, la eficacia general automática, el principio de ultra actividad y la preponderancia de los convenios provinciales de sector. Un análisis detallado se puede encontrar en el número de marzo de 2009 de la revista *Situación España*.

13: Un estudio reciente que demuestra la necesidad de reformar el sistema de negociación colectiva en España se puede encontrar en: Bentolilla, S., M. Izquierdo y J. F. Jimeno (2010): "Negociación colectiva: la gran reforma pendiente", *Papeles de Economía Española*, número 124.

Sin embargo, el RDL 10/2010 apenas ha modificado el mecanismo de determinación salarial vigente ni la estructura del sistema de negociación colectiva. Si bien facilita que las empresas que lo necesiten consensúen con los representantes de los trabajadores la inaplicación de las condiciones salariales pactadas en convenios de ámbito superior, los procedimientos de arbitraje en ausencia de acuerdo continúan estando bajo el control de los convenios de ámbito superior.

Flexibilidad interna y modelo alemán

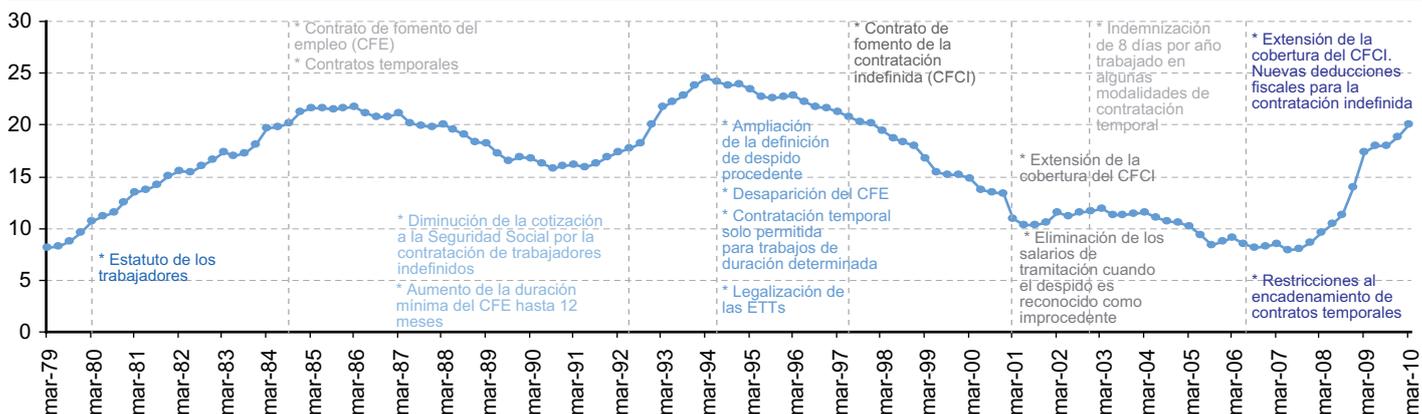
Aunque resulta positivo que el RDL 10/2010 facilite que empresas y trabajadores acuerden cambios sustanciales de las condiciones de trabajo por motivos económicos, la implantación de un programa de trabajo reducido, inspirado en el modelo de reducción de jornada aplicado en Alemania, únicamente evita el problema del desempleo en circunstancias particulares. Un programa de trabajo reducido como el propuesto resulta efectivo en aquellas situaciones donde las empresas se enfrentan a caídas transitorias de la demanda, de tal modo que puedan utilizar la reducción de jornada como un instrumento para no destruir empleo. Sin embargo, una parte del empleo perdido en España tiene carácter estructural y se encuentra asociado al proceso de redimensionamiento del sector inmobiliario. Además, puesto que la mayor parte de la destrucción del empleo ya ha tenido lugar, la implantación del modelo alemán no resuelve el problema de la elevada tasa de desempleo existente en la economía española.

Para que la efectividad de la reforma sea máxima son necesarios una implementación activa y un seguimiento continuo

Si bien la mayoría de enmiendas presentadas proponen cambios que no alterarán drásticamente los resultados esperados del RDL 10/2010, su tramitación parlamentaria como proyecto de ley constituye una excelente oportunidad para introducir mejoras en la reforma, en línea con algunas de las propuestas comentadas anteriormente¹⁴. En cualquier caso, para que la reforma sea lo más efectiva posible debe ser bien conocida en sus detalles por todos los agentes que intervienen en el mercado laboral. Esto requiere comunicar de forma sencilla y clara a los ciudadanos y, en particular, a la totalidad de empleadores, las ventajas y el alcance de los cambios que introduzca la nueva ley tras su tramitación parlamentaria. Por tanto, es necesario un ejercicio de pedagogía intenso que justifique la necesidad de esfuerzos por parte de los agentes y clarifique los detalles de la reforma a quienes va dirigida. De igual manera, la mejora del funcionamiento del mercado de trabajo exige un desarrollo de la normativa y un seguimiento continuos, que corrijan a lo largo del tiempo aquellas disfunciones que paulatinamente se detecten.

Gráfico 20

España: tasa de desempleo y principales reformas laborales



Fuente: BBVA Research a partir de INE

14: Los grupos parlamentarios han presentado más de 300 enmiendas al RDL 10/2010, que han sido discutidas en la Comisión de Trabajo e Inmigración del Congreso de los Diputados. El texto resultante se ha enviado al Senado para su discusión y posible modificación, y no será aprobado definitivamente por el Congreso de los Diputados hasta el mes de septiembre

Cuadros

Cuadro 1

Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

Fecha de cierre: 31 de julio de 2010

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

** Argentina, Chile, Colombia, Perú, Venezuela

Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

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

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,6	3,6	3,2	3,4	3,7
UEM	4,2	4,0	3,3	2,8	3,0

Fecha de cierre: 31 de julio de 2010

Fuente: BBVA Research

Cuadro 3

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos (EUR por USD)	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
UEM	1,4	1,5	1,4	1,3	1,2
Reino Unido	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4
China	7,6	6,9	6,8	6,7	6,4

Fecha de cierre: 31 de julio de 2010

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

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

	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	4,3	0,6	0,3	0,1	0,8
UEM	4,0	2,5	1,0	1,0	1,0
China	6,9	5,3	5,3	5,6	5,9

Fecha de cierre: 31 de julio de 2010

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5

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

	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo hogares	1,6	0,3	-1,2	0,0	0,4
Consumo AA.PP.	2,3	2,2	2,7	1,0	0,5
FBCF	4,6	-0,9	-10,9	-3,4	0,3
Equipo y otros productos	7,8	0,8	-15,1	-1,5	0,8
Equipo	8,4	0,7	-16,5	-0,9	0,5
Construcción	2,2	-2,2	-7,6	-5,1	-0,4
Vivienda	1,1	-4,7	-9,8	-5,3	-0,7
Demanda nacional (*)	2,4	0,5	-3,3	0,5	0,4
Exportaciones	6,3	0,7	-13,2	7,7	7,9
Importaciones	5,5	0,8	-11,9	6,9	6,7
Saldo exterior (*)	0,4	0,0	-0,8	0,4	0,6
PIB pm (% a/a)	2,8	0,4	-4,1	0,9	1,0
Pro-memoria					
PIB sin inversión en vivienda	2,9	0,8	-3,8	1,2	1,0
PIB sin construcción	2,8	0,8	-3,7	1,6	1,1
Empleo total (EPA)	2,0	0,9	-1,8	-0,5	0,3
Tasa de Paro (% Activos)	7,5	7,6	9,4	10,4	10,6
Saldo cuenta corriente (% PIB)	0,1	-1,1	-0,8	-0,5	-0,2
Saldo de las AA.PP. (% PIB)	-0,6	-2,0	-6,3	-6,8	-5,5
IPC media anual	2,1	3,3	0,3	1,3	1,2

(*) Contribución al crecimiento del PIB

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 6

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

	2007	2008	2009	2010	2011
Actividad					
PIB real a precios de mercado	3,6	0,9	-3,6	-0,6	0,7
Consumo Privado	3,6	-0,6	-5,0	-0,3	0,3
Consumo Público	5,5	5,5	3,9	1,4	0,2
Formación bruta de capital fijo	4,6	-4,4	-15,2	-9,5	-3,2
Bienes de equipo	9,0	-1,8	-22,9	-5,5	-1,0
Construcción	3,2	-5,5	-11,1	-9,5	-4,0
Vivienda	3,0	-10,3	-24,5	-16,8	-6,1
Resto	3,3	-0,4	1,6	-4,3	-2,5
Otros Productos	3,6	-4,3	-17,3	-15,0	-3,2
Variación de existencias (*)	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	4,4	-0,5	-6,4	-2,2	-0,6
Exportación bienes y servicios	6,6	-1,0	-11,3	6,6	7,3
Importación bienes y servicios	8,0	-4,9	-17,7	0,0	1,5
Saldo exterior neto (*)	-0,9	1,4	2,8	1,5	1,3
PIB a precios corrientes	7,0	3,4	-3,4	0,4	1,5
Miles de millones de euros	1052,7	1088,5	1051,2	1055,6	1071,5
Precios y Costes					
Deflactor del PIB	3,3	2,5	0,2	1,1	0,8
Deflactor consumo hogares	3,2	3,7	-0,7	1,8	0,9
IPC	2,8	4,1	-0,3	1,6	1,4
Remuneración por asalariado	4,5	6,1	3,7	1,3	0,6
Coste laboral unitario (CLU)	3,8	4,6	0,4	-0,8	-0,6
Sector exterior					
Balanza comercial (% PIB)	-8,7	-8,0	-4,3	-3,5	-1,3
Balanza por Cuenta Corriente (% PIB)	-10,0	-9,7	-5,5	-4,2	-2,7
Sector público					
Deuda (% PIB)	36,2	39,7	53,2	63,6	69,7
Saldo AA.PP. (% PIB)	1,9	-4,1	-11,2	-9,6	-6,6
Mercado de trabajo					
Población activa, EPA	2,8	3,0	0,8	-0,7	-0,7
Empleo EPA	3,1	-0,5	-6,8	-2,6	-0,3
Variación en miles de personas	608,3	-98,3	-1369,7	-499,7	-64,2
Empleo CNTR (tiempo completo)	2,8	-0,6	-6,7	-2,7	-0,5
Tasa de Paro (% Población activa)	8,3	11,3	18,0	19,6	19,4
Productividad	0,7	1,5	3,1	2,1	1,2
Hogares					
Renta disponible real	3,0	2,2	1,8	-2,6	-1,1
Renta disponible nominal	6,3	6,0	1,1	-0,8	-0,2
Tasa de ahorro (% renta nominal)	10,7	12,9	18,8	16,8	15,7

(*) Contribución al crecimiento del PIB

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

Este documento 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.

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

Mónica Correa

+34 91 374 64 01

monica.correa@grupobbva.com

Europa

Miguel Jiménez

+34 91 537 37 76

mjimenezg@grupobbva.com

Escenarios Financieros

Marcos Dal Bianco

+34 91 538 63 49

marcosjose.dal@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

Sistemas Financieros

Ana Rubio

+34 91 374 33 42

arubiog@grupobbva.com

Virginia Pou

+34 91 537 77 23

virginia.pou@grupobbva.com

Pep Ruiz

+34 91 537 55 67

ruiz.aguirre@grupobbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

+34 91 374 58 87

juan.ruiz@grupobbva.com

Camilo Andrés Ulloa

+34 91 537 84 73

camiloandres.ulloa@grupobbva.com

Isabel Mohedano

+34 91 374 62 66

isabel.mohedano@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

+34 91 374 70 15

maria.abascal@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

Sonsoles Castillo

s.castillo@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

*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Daniel Navia

daniel.navia@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@bbva.compass.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@grupobbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: M-31254-2000