

Situación España

Cuarto trimestre 2011
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se desacelera** y los riesgos empeoran las expectativas.
- **La economía española continúa estancada** y aumenta la probabilidad de entrar en recesión.
- **A nivel regional se mantendrá la heterogeneidad del crecimiento.**
- **La recuperación depende tanto de que Europa aplique eficazmente los recientes acuerdos alcanzados como de que España cumpla sus compromisos e implemente las reformas necesarias.**

Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno internacional: desaceleración mundial y riesgos significativos a la baja	6
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	9
Recuadro 1. Evolución reciente de los recursos no financieros de las administraciones públicas: una visión estructural.....	20
Recuadro 2. La heterogeneidad sectorial de las empresas exportadoras y los determinantes de la propensión a exportar	23
Recuadro 3. Perspectivas de crecimiento a nivel regional: se mantendrán las diferencias.....	27
Recuadro 4. Sistema Financiero Español: una reestructuración inacabada en un marco europeo más exigente.....	29
4. Cuadros.....	32

Fecha de cierre: 4 de noviembre de 2011

1. Resumen

La economía mundial se desacelera y los riesgos aumentan los sesgos a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente en las economías desarrolladas. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, quedan muchos elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una "hoja de ruta" clara para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. Además, mientras se perfilaban estos detalles surgieron problemas nuevos, como la enorme inestabilidad causada por el anuncio, y posterior renuncia, del Gobierno griego de convocar un referéndum sobre el plan de rescate. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009. En este contexto, la economía mundial crecerá un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas.

Estas tasas de crecimiento mundiales siguen siendo robustas, pero los riesgos apuntan a que la probabilidad de escenarios con un nivel de actividad menor se haya incrementado significativamente, de manera que su materialización dependerá de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la buena dirección, pero quedan elementos clave sin resolver

Las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. A este respecto, en las últimas cumbres se adoptaron medidas importantes en la buena dirección, aunque no se resolvieron definitivamente la mayoría de los puntos clave. Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos de un descenso de la actividad económica en la zona del euro. En particular, los acuerdos dejan abiertos los riesgos respecto a la sostenibilidad de la deuda griega en escenarios donde exista un "cansancio" en el proceso reformador. Asimismo, aunque se ha buscado incrementar el apalancamiento del FEEF, su operatividad podría retrasarse, mientras que al no contar con el Banco Central Europeo como comprador (permanente) de última instancia de la deuda pública europea su poder estabilizador se reduce. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios con un aumento sustancial de los requisitos de capital. Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito y dejaría sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos puedan financiarse. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

En España, se observa un deterioro en el ritmo de recuperación de la economía

Durante los últimos tres meses las incertidumbres sobre las perspectivas de la economía mundial y el alcance insuficiente de algunas reformas estructurales han tenido un efecto negativo en las expectativas de recuperación de la economía española. Asimismo, a nivel interno continúa el ajuste de los desequilibrios acumulados en la fase anterior al inicio de la crisis, potenciado en algunos sectores por el proceso de consolidación fiscal. Así, la incipiente recuperación observada en la producción durante los últimos trimestres ha disminuido, con tasas de crecimiento que han caído del 0,4% t/t en el primer trimestre de 2011, hasta el estancamiento que se desprende de nuestra estimación para el tercero o de la previsión de caída que se observa para el cuarto.

Hacia delante, los indicadores de confianza y la volatilidad en los mercados financieros europeos ya adelantan que durante el tramo final del año podría materializarse un estancamiento de la economía europea, que afectaría negativamente al hasta ahora potente crecimiento de las exportaciones españolas. Más importante aún puede ser el efecto que las preocupaciones por la solvencia de algunas entidades financieras europeas pueda tener en la provisión de crédito en el continente, incluida la financiación a actividades de exportación, y por lo tanto, sobre la actividad. Dentro de España, en primer lugar, el incremento en la prima de riesgo durante los últimos tres meses y las expectativas de que dicha prima presente una reducción más lenta hacia los niveles consistentes con los fundamentales de la economía restarían crecimiento a 2012. En segundo lugar, la incertidumbre relacionada con la política económica y, en particular, con la resolución definitiva de la crisis soberana, ya habría empezado a afectar a las expectativas de empresas y familias, lo que tendrá un efecto negativo sobre el consumo y la inversión durante los siguientes trimestres. En tercer lugar, y respecto al cumplimiento de los compromisos en materia fiscal, la creciente probabilidad de que se presente una desviación respecto a los compromisos asumidos en términos de déficit, junto con las revisiones que se están haciendo a la baja respecto a la actividad económica para el próximo año, suponen que la consolidación fiscal deberá ser más intensa que la previamente estimada para 2012. En cuarto lugar, a pesar de los avances observados durante el último año, el proceso de reestructuración del sistema financiero español continúa sin completarse, dejando abierta la puerta para que algunas entidades no se encuentren preparadas para lidiar con los escenarios adversos a los cuales el mercado está poniendo especial atención, y por lo tanto, se mantengan sensibles a cambios bruscos en las condiciones de mercado, limitando su capacidad de ofrecer crédito, más en un contexto en el que los requerimientos de capital han sido elevados. Finalmente, aunque valoramos positivamente el compromiso con la estabilidad fiscal mostrado en la reforma realizada en la Constitución, el decepcionante comportamiento del déficit de las comunidades autónomas puede generar dudas sobre la capacidad del conjunto de administraciones públicas para cumplir sus objetivos de estabilidad durante los próximos años. Más aún, el balance final de las reformas realizadas durante el último año y medio para generar crecimiento es que éstas no han estado a la altura de los problemas que enfrenta la economía española.

Por el lado positivo, este contexto de mayor incertidumbre está llevando al Banco Central Europeo a una política monetaria ligeramente más acomodaticia -retrasando en el calendario las subidas de tipos oficiales que se adelantaban hace 3 meses-, lo que puede ser especialmente positivo para las familias y empresas españolas, aunque probablemente insuficiente para compensar los efectos más directos del incremento de la incertidumbre. Asimismo, y a pesar de la presión a la baja que supone el menor crecimiento en Europa, las exportaciones continúan creciendo fuertemente, en especial aquellas relacionadas con el sector servicios y hacia mercados extra comunitarios, lo cual puede ser particularmente importante para que la destrucción de empleo no se agudice todavía más.

En suma, el deterioro observado en el contexto internacional relevante para la economía española apunta a que el crecimiento se mantendrá bajo y a que la probabilidad de escenarios más negativos que el que se presenta en esta revista se haya incrementado. De hecho, cada vez queda menos tiempo para evitar la materialización de ese escenario de riesgo con medidas más ambiciosas y definitivas tanto a nivel europeo como a nivel nacional, que despejen por completo las dudas que existen, en general para Europa sobre la gobernanza y, en particular para España, sobre la capacidad de generación de crecimiento y cumplimiento de sus objetivos fiscales.

En este sentido, el nuevo gobierno que salga de las elecciones del próximo 20 de noviembre debería llevar a cabo con urgencia una agenda sustancial y ambiciosa de reformas como las que se han propuesto reiteradamente desde esta revista en los últimos años. Por el lado de las

finanzas públicas, sería importante obrar en consecuencia con la caída estructural de los ingresos, reduciendo el gasto o buscando fuentes alternativas de financiación, pero también desarrollando instituciones consistentes con, i) la nueva regla fiscal adoptada en la Constitución, ii) una mayor transparencia y planificación (presupuestos plurianuales) y iii) con incentivos que promuevan el cumplimiento de los objetivos de estabilidad de todos los niveles de las administraciones públicas. En segundo lugar, se debe avanzar en la reestructuración de una parte del sistema financiero español, que permita un proceso de despalancamiento ordenado y satisfaga la mayor demanda de crédito cuando la recuperación se consolide. En tercer lugar, deben llevarse a cabo las reformas necesarias para reducir cuanto antes el drama del desempleo y para favorecer la reasignación de factores productivos hacia los sectores y empresas con mayor dinamismo y potencial de crecimiento, capaces de generar empleo estable y de calidad. En una economía tan dual como la española, existen innumerables ejemplos de excelencia empresarial a nivel internacional, que están detrás del extraordinario comportamiento de nuestro sector exportador durante los últimos trimestres. Generalizar este comportamiento al resto de empresas y sectores, liberar el enorme potencial de crecimiento de nuestra economía y eliminar las barreras que impiden una reasignación y un empleo eficiente de recursos, en muchos casos ociosos, son retos urgentes. Y aunque en el actual contexto internacional, alcanzar estos objetivos no es una condición suficiente para asegurar la recuperación económica y la salida a una crisis que dura ya cuatro años, sí que se trata de una condición necesaria. Mientras esperamos a que los países de la eurozona resuelvan definitivamente sus problemas, en lugar de lamentarnos por lo que Europa no acaba de hacer para mejorar la situación de la economía española, planteémonos qué es lo que desde España puede hacerse para resolver la encrucijada en la que se encuentra Europa, cumpliendo con nuestros compromisos fiscales y adoptando medidas verdaderamente ambiciosas para potenciar el crecimiento y la creación de empleo.

2. Entorno internacional: desaceleración mundial y riesgos significativos a la baja

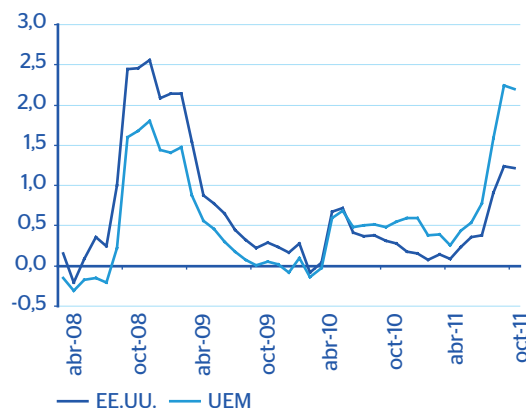
La economía mundial se desacelera y las perspectivas dependen, en gran medida, de que se resuelva la crisis de la deuda europea. Los riesgos están fuertemente sesgados a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente, pero no solo, en las economías desarrolladas (los datos de EE.UU. para la primera mitad del año ya habían sido decepcionantes, lo que provocó que algunos analistas anticipasen una nueva recesión). Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses del año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una "hoja de ruta" clara para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (véase el Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0,3 pp con respecto a nuestras últimas previsiones de agosto 2011, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE.UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecerá un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (véase el Gráfico 2).

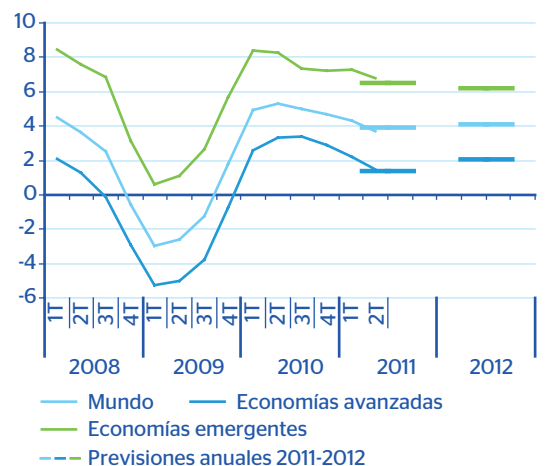
Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja, y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la buena dirección, pero aún quedan elementos clave sin resolver, lo que impide la reducción del estrés financiero en Europa

En nuestra opinión, las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, en las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la buena dirección, aunque no se resolvieron definitivamente la mayoría de los puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si la participación fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (que posiblemente incluyan al FMI), aunque no es probable que los detalles del funcionamiento del FEEF se finalicen antes de diciembre. Por lo tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad de cara a los inversores privados, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la mayor presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea, pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin aclarar si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo.

Los soportes de crecimiento pierden fuelle en Europa

La economía de la eurozona creció fuertemente en el primer trimestre del año, pero se desaceleró claramente en el segundo, y ese menor tono se ha estado prolongando en la segunda mitad del año, para el que esperamos un estancamiento. Una demanda global algo menos fuerte, junto con los efectos de la consolidación fiscal en buena parte de la zona y, por encima de todo, el estrés financiero y la caída de confianza ligados al recrudecimiento de la crisis soberana desde el verano y su extensión al sector bancario han sido los principales factores que están detrás de esta tendencia.

Esta caída de la confianza se ha visto reflejada en los indicadores PMI y en los índices ESI publicados por la Comisión Europea, que se han debilitado rápidamente y que están por debajo de los niveles teóricos que separan la recesión de la expansión de la actividad. El deterioro ha sido generalizado y ha afectado a todos los países, aunque algo menos a Alemania que al resto de las grandes economías de la zona. En este sentido, se espera que el desacoplamiento entre los

países del núcleo de la zona y los periféricos persista en el futuro, pero a niveles mucho menores que en los dos últimos años. Los malos resultados de estos indicadores "blandos" no se han visto reflejados en la misma medida en los datos de demanda y actividad publicados hasta ahora y que se refieren al tercer trimestre, por lo que se espera que el crecimiento siga siendo negativo. Sin embargo, todo indica que esta resistencia no se mantendrá en los últimos meses del año.

En cuanto al patrón de crecimiento, también aumentan las preocupaciones, ya que el principal motor de la actividad continúan siendo las exportaciones netas, a pesar de haberse debilitado. La esperada recuperación de la demanda doméstica, que debería haber tomado el relevo como motor de crecimiento, no se ha producido, en parte debido a la finalización de los estímulos fiscales, pero sobre todo porque la crisis de confianza ha afectado a los componentes de consumo e inversión.

Nuestra previsión de crecimiento del PIB, que ya hace tres meses se veía débil, se ha revisado en 0,3pp tanto para 2011 y 2012, hasta el 1,6% y el 1%, respectivamente. Aún así, es una previsión dependiente de que las turbulencias financieras en la eurozona se atenúen de manera significativa a finales de año o a comienzos de 2012. Como se señala más arriba, los resultados de la cumbre europea del 26 de octubre en principio contienen los elementos necesarios para que se produzca esta mejora, pero las dudas de los mercados financieros respecto a los detalles de los acuerdos y su puesta en marcha, junto a las perturbaciones adicionales generadas por el referéndum convocado (y rápidamente retirado) en Grecia sobre el paquete de reformas, hacen que los riesgos sobre estas previsiones estén fuertemente sesgados a la baja. En tal caso, el PIB podría estancarse en el conjunto de la zona euro en 2012, o incluso entrar en zona de recesión.

Respecto a la inflación, las presiones continúan disminuyendo a pesar de que la inflación sólo se redujo marginalmente en el tercer trimestre del año. Así lo ha reconocido el Banco Central Europeo, que en su reunión de noviembre ha bajado los tipos de interés de referencia en 0,25 puntos hasta el 1,25% (tipo de refinanciación), y que probablemente volverá a bajarlos hasta el 1% próximamente. Según nuestras previsiones, la inflación debería situarse claramente por debajo del 2% en 2012, en un 1,6% de media, mientras que la inflación subyacente sería aún menor.

Pese a un mayor crecimiento en el tercer trimestre, continúan la debilidad estructural de EE.UU. y el bloqueo político

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad estructural de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

Las economías emergentes continúan hacia un aterrizaje suave pero se enfrentan a mayores dificultades externas

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en fuertes dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

Sesgos a la baja en un contexto de mayor incertidumbre

Durante los últimos tres meses la incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial se ha elevado, lo que a su vez ha tenido un efecto negativo en las expectativas de recuperación de la economía española. En primer lugar, a la desaceleración del comercio internacional que se observó durante el segundo trimestre del año en curso, se unió la revisión a la baja en el crecimiento de los EE.UU., lo que ha deteriorado en general las expectativas de crecimiento de las economías desarrolladas. En segundo lugar, el incremento en las tensiones financieras relacionado con la crisis de la deuda soberana está teniendo ya efectos negativos sobre la economía europea, que podrían perdurar en ausencia de medidas más ambiciosas y decisivas que ayuden a restaurar definitivamente la confianza de los agentes económicos. Adicionalmente, a nivel interno continúa el ajuste de los desequilibrios de la economía española, potenciado en algunos sectores por el proceso de consolidación fiscal.

Así, la incipiente recuperación observada en la producción no ha sido capaz de generar empleo, lo que unido a la continua reducción de la renta disponible de las familias -en un contexto de caída del crédito, agotamiento de las prestaciones por desempleo y guerra de depósitos-, continúa lastrando el consumo privado. Por el lado de la inversión, el ajuste se ha acelerado, tanto en cantidades como en precios, como consecuencia de la finalización de los incentivos fiscales (vg., deducción por compra de vivienda) y de la continuación del proceso de reducción del déficit de las administraciones públicas, aunque las exportaciones se han recuperado como se esperaba en el tercer trimestre del año, volviendo a dar algo de soporte a la inversión en equipo. Respecto a esto último, cabe destacar que la aportación de la demanda externa continúa explicando que la economía no presente tasas de crecimiento negativas, si bien es cierto que los datos del tercer trimestre apuntan a un estancamiento.

Hacia delante, los indicadores de confianza y la volatilidad en los mercados financieros europeos ya adelantan que durante el tramo final del año podría materializarse un estancamiento de la economía europea, que afectaría negativamente al hasta ahora potente crecimiento de las exportaciones españolas. Más importante aún puede ser el efecto que las preocupaciones por la solvencia de algunas entidades financieras europeas pueda tener en la provisión de crédito en el continente, y por lo tanto, sobre la actividad. Dentro de España, por un lado, el incremento en la prima de riesgo durante los últimos tres meses y las expectativas de que dicha prima presente una reducción más lenta hacia los niveles consistentes con los fundamentales de la economía restarían crecimiento a 2012. Por otro lado, la incertidumbre relacionada con la política económica y, en particular, con la resolución definitiva de la crisis soberana, ya habría empezado a afectar a las expectativas de empresas y familias, lo que tendrá un efecto negativo sobre el consumo y la inversión durante los siguientes trimestres. Finalmente, y respecto al cumplimiento de los compromisos en materia fiscal, la creciente probabilidad de que se presente una desviación por parte de la Seguridad Social y, particularmente, de las comunidades autónomas y la revisión de su crecimiento a la baja, suponen en conjunto un mayor esfuerzo de consolidación fiscal que el esperado hace tres meses, tanto en la segunda mitad de 2011 como a lo largo de todo 2012. Por el lado positivo, este contexto de mayor incertidumbre está llevando al Banco Central Europeo a una política monetaria ligeramente más acomodaticia, lo que puede ser especialmente positivo para las familias y empresas españolas, aunque insuficiente para compensar los efectos más directos del incremento de la incertidumbre sobre la prima de riesgo y los costes de financiación de la economía española. Asimismo, y a pesar de la presión a la baja que supone el menor crecimiento en Europa, las exportaciones continúan creciendo fuertemente, en especial aquellas relacionadas con el sector servicios y hacia mercados extra comunitarios, lo cual puede ser particularmente importante para que la destrucción de empleo no se agudice.

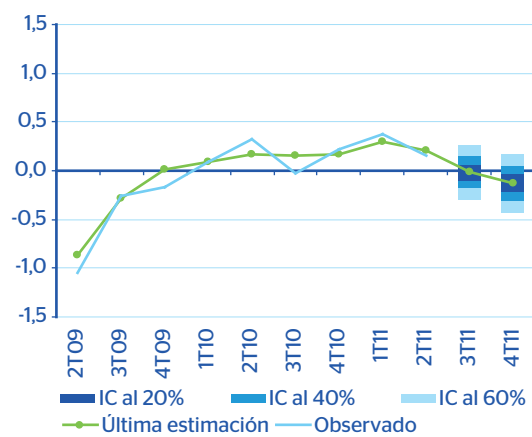
En suma, el deterioro observado en el contexto internacional relevante para la economía española apunta a que el crecimiento se mantendrá bajo y a que la probabilidad de escenarios de riesgo se haya incrementado significativamente. Lo anterior, siempre en ausencia de medidas más ambiciosas y definitivas tanto a nivel europeo como a nivel interno, que despejen por completo las dudas que existen, en general para Europa sobre la gobernanza y, en particular para España, sobre la capacidad de generación de crecimiento.

La economía española en 2011: de más a menos

Hace un año esperábamos que el crecimiento del PIB en 2011 fuera del 0,9%, una tasa muy parecida a la que prevemos ahora (0,8%) pero con un perfil temporal muy distinto. A finales de 2010 preveíamos que 2011 empezara con tasas de crecimiento reducidas y que la economía fuera ganando tracción a lo largo del año. Con la información actualmente disponible ha terminado ocurriendo lo contrario: las tasas de crecimiento intertrimestrales fueron ligeramente más elevadas de lo esperado a comienzos del año y han pasado a estar por debajo de las expectativas en la segunda mitad de 2011.

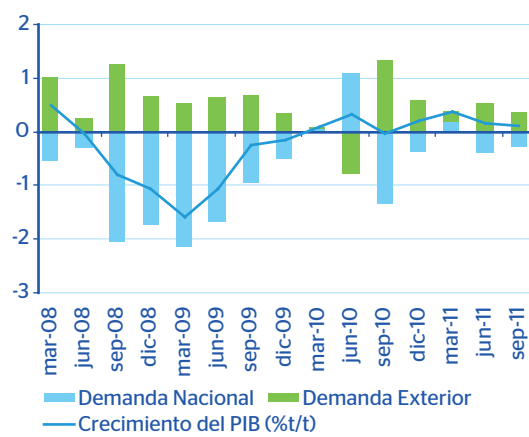
Así, a falta de conocer los datos oficiales, los indicadores parciales de coyuntura muestran que el tímido avance que registró la economía española durante el 1S11 –que en todo caso posicionaba la actividad cercana a una situación de estancamiento- se estaría moderando, incrementándose significativamente la probabilidad de que se produzca una contracción económica durante el trimestre actual. Así, las previsiones de corto plazo del PIB realizadas a partir del modelo MICA-BBVA¹ sugieren que el tercer trimestre del año se habría cerrado con un crecimiento trimestral del 0,0%, y que éste será negativo durante el cuarto trimestre de mantenerse las señales observadas en octubre. (véase el Gráfico 3). Adicionalmente, la información coyuntural relativa al tercer trimestre conocida a la fecha de cierre de este informe, indica que tras la corrección a la baja de los flujos comerciales en el 2T11, la composición del crecimiento volvería a estar fuertemente marcada por el impulso de la demanda externa, que en términos netos volvería a contribuir al crecimiento del PIB, mientras que la demanda interna continuaría drenando crecimiento (véase el Gráfico 4). Con todo, conviene volver a recordar que, coincidiendo con la próxima publicación de la CNTR para el 3T11, la Contabilidad Nacional Trimestral de España cambiará su base metodológica para adoptar el año 2008 como nueva base contable, lo que podría repercutir en nuestras proyecciones para lo que resta del actual ejercicio económico, toda vez que algunos de los agregados, tanto de la oferta como de la demanda, serán susceptibles de cambios estadísticos y metodológicos significativos².

Gráfico 3
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (%t/t)



Previsión actual: 03 de noviembre de 2011
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La debilidad de la demanda doméstica privada se ha intensificado durante el segundo semestre del año

Tras un año marcado por los efectos del proceso de consolidación fiscal sobre las decisiones de gasto de los hogares, el primer semestre de 2011 se caracterizó por la apatía del consumo privado. La evolución positiva de la renta disponible nominal, especialmente del componente no salarial, fue insuficiente para compensar el incremento de los precios, lo que provocó un deterioro de la renta real que presionó a la baja el gasto en consumo de los hogares a pesar de la disminución de su ahorro (véase el Gráfico 5). Con todo, el crecimiento del gasto en 2T11

1: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21.

2: Los detalles con los principales cambios metodológicos y estadísticos que se incorporan a la CNTR con el cambio a la nueva base contable de 2008 están disponibles aquí.

sorprendió positivamente dado que la práctica totalidad de los indicadores parciales no habían exhibido síntomas de mejora entre abril y junio (véase el Cuadro 1). En 3T11, el aumento de la incertidumbre y la acentuación de la caída de la renta salarial real sugieren una ralentización del crecimiento del consumo, ratificada por la evolución desfavorable de las ventas reales del comercio minorista (-1,0% t/t CVEC) y de las matriculaciones de turismos (-6,6% t/t CVEC).

Por el contrario, la mejora de la actividad del sector servicios y de las disponibilidades de bienes no duraderos -principalmente, alimentación- apunta a que el gasto no se redujo entre junio y septiembre. En términos interanuales, el modesto incremento trimestral del consumo implica un crecimiento en torno al 0,8% a/a, tal y como sugieren el indicador sintético BBVA (ISC BBVA) y el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA³ (MICC BBVA). El efecto base provocado por el aumento del IVA y la finalización del Plan 2000E en julio del pasado año explican la magnitud de la tasa de crecimiento interanual del consumo (véase el Gráfico 6).

Cuadro 1

España: selección de indicadores del gasto en consumo (Datos CVEC)

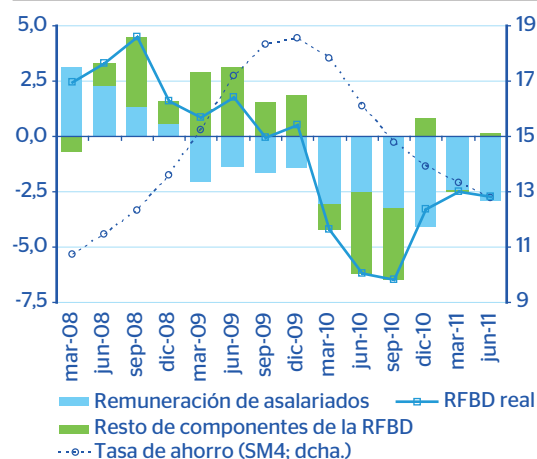
	Disponibilidades de bienes de consumo				Matriculaciones de turismos	Ventas inter-Índice de cifra de			Comercio al por menor
	Totales	Duraderos	Alimentación	Resto de no duraderos		ores de grandes empresas	negocios del sector servicios		
% t/t									
1T10	-2,8	-13,5	-0,3	-0,1	1,6	0,9	0,4	1,7	
2T10	2,1	9,7	-1,1	2,9	0,2	2,0	2,3	-1,6	
3T10	-3,9	-19,3	0,5	-1,9	-31,6	-5,0	-2,5	-1,6	
4T10	-1,1	-10,2	0,8	0,2	3,1	-0,4	-0,2	-0,9	
1T11	0,5	9,5	-0,7	-1,4	3,8	-0,1	0,7	-1,6	
2T11	-1,5	-6,8	0,6	-2,2	0,4	0,0	0,0	-1,2	
3T11	1,8	16,1	0,3	-0,9	-6,6	0,3	0,7	-1,0	
% m/m									
jul-11	0,6	4,4	-0,5	0,8	-2,5	0,4	0,1	0,3	
ago-11	3,9	30,6	1,1	-3,0	-1,2	0,3	0,9	0,0	
sep-11	-1,1	-1,2	-0,8	2,5	2,1	-0,8	0,2	-1,4	

Las cifras sombreadas son previsiones

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

Gráfico 5

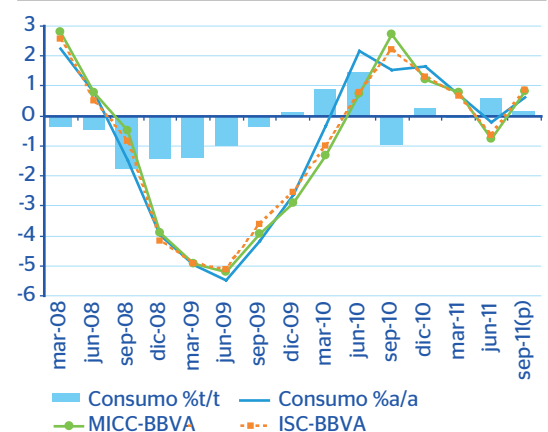
España: contribuciones al crecimiento interanual de la RFBd real* y tasa de ahorro de los hogares (%)



* Se deflacta mediante el deflactor del consumo de los hogares
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

3: Los detalles del MICC-BBVA se pueden encontrar en el Recuadro 1 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre de 2010.

Por su parte, la información relativa a la inversión empresarial -condensada en nuestro indicador sintético de inversión ISI-BBVA-, sugiere que tras el mal dato del segundo trimestre esta partida de la demanda podría haber recuperado algo de tono en el tercer trimestre del año (véase el Gráfico 7). Si bien continúan observándose algunas señales mixtas, los indicadores parciales de coyuntura sugieren que buena parte de esa recuperación se sustenta en el buen comportamiento que habrían tenido las exportaciones españolas ese trimestre tras la pausa del 2T11.

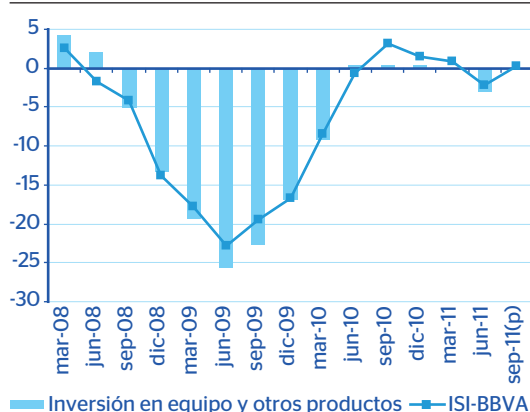
Así, la recuperación de la confianza industrial de los productores de bienes de equipo respecto al trimestre anterior, (que a pesar de situarse por debajo de su promedio histórico ha mejorado en casi seis puntos porcentuales respecto al 2T11), el aumento de las importaciones de bienes de capital, el mejor dato de ventas de vehículos industriales y el incremento intertrimestral del IPI de bienes de equipo apuntan a un mejor dato de la inversión empresarial respecto al trimestre anterior.

La inversión en vivienda volverá a exhibir una evolución similar a la del pasado más reciente, esperándose nuevamente un deterioro de esta partida, pero ligeramente menor al de los trimestres anteriores, tal y como indica el indicador sintético de la inversión en vivienda ISCV-BBVA (véase el Gráfico 8). La actividad residencial, por su parte, sigue sin mostrar signos de recuperación. De hecho, durante los ocho primeros meses del año el número de visados de construcción de vivienda nueva fue un 13,1% inferior al del mismo periodo del año anterior. Por otro lado, aunque la sobreoferta de vivienda nueva sigue reduciéndose, y en las zonas de mayor actividad su digestión podría estar finalizando, en otras es todavía elevada, lo que continuaría actuando de freno a la actividad. Así, la inversión residencial continúa en mínimos y se espera que en el tercer trimestre no llegue a representar más que el 3,9% del PIB en términos reales, muy por debajo del promedio histórico situado en el entorno del 5,5% del PIB.

Por el lado de la demanda, las ventas de julio y agosto volvieron a mostrar síntomas de debilidad y todo indica que, a falta del dato de septiembre y a pesar de que el pasado 19 de agosto entrara en vigor la rebaja temporal del IVA de la vivienda nueva del 8% al 4% (vigente hasta el 31 de diciembre de este año), en el tercer trimestre tampoco podrá hablarse de una recuperación de la demanda de vivienda. La debilidad del mercado de trabajo, el incremento de las tensiones financieras y, finalmente, la incertidumbre de las familias en torno a las potenciales medidas fiscales que podrían adoptarse respecto al mercado inmobiliario habrían influido negativamente a la demanda residencial. En consecuencia, el precio de la vivienda intensificó la caída en el 3T11, tal y como se esperaba, acumulando un descenso del 17,7% (24,1% en términos reales) desde que alcanzara el máximo.

Gráfico 7

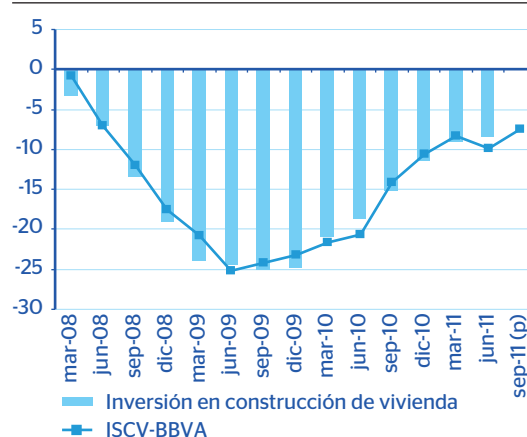
España: inversión en equipo y otros productos e indicador sintético de Inversión ISI-BBVA (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 8

España: inversión en construcción residencial e indicador sintético ISCV-BBVA (%a/a)



Fuente: BBVA a partir de INE

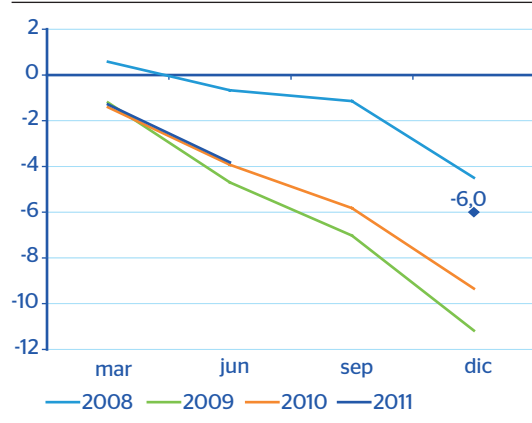
Continúa el proceso de ajuste de la demanda pública a lo largo del segundo semestre, si bien no es lo suficientemente intenso para evitar que el déficit público concluya el año, previsiblemente, por encima de su objetivo

Tras el fuerte repunte del consumo público observado en el 1T11, a lo largo del 2T11 se registró una fuerte corrección del mismo. Esta corrección del gasto público se ha observado principalmente en el Estado, que mantiene constante su esfuerzo de consolidación fiscal, y en menor medida, en las comunidades autónomas, situando el déficit acumulado del año para el conjunto de

administraciones públicas en el 3,8% del PIB a cierre del 2T11 (véase el Gráfico 9). Pese a que, efectivamente, en los datos conocidos de ejecución presupuestaria de las comunidades autónomas a 2T11 comienza a observarse una disminución del gasto autonómico, el descenso sostenido de sus ingresos ha elevado el déficit acumulado durante el primer semestre del año del conjunto de comunidades autónomas hasta el 1,2% del PIB, tan sólo una décima por debajo del objetivo de final de año. Estos datos, junto con las declaraciones públicas de varias comunidades sobre su intención de incumplir con sus objetivos de fin de año, hacen prever que se cerrará el 2011 con una desviación significativa sobre la meta del -1,3% del PIB.

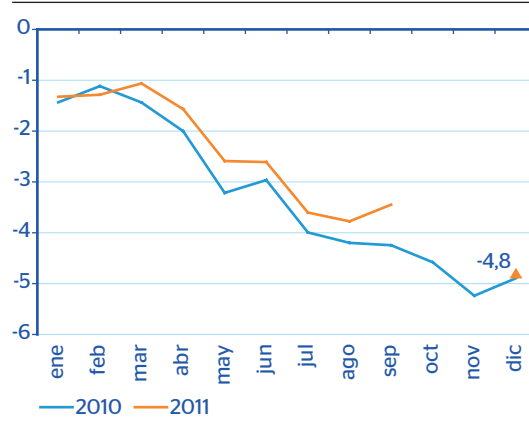
Por el contrario, la información más reciente muestra que el Estado continúa con la senda de consolidación fiscal, acumulando un déficit hasta septiembre del 3,4% del PIB, 0,8pp menos que el déficit registrado el año pasado (véase el Gráfico 10). El ajuste observado en el gasto de la administración central, y generalizado a prácticamente todas las partidas, ha compensado en parte la ralentización en la recuperación de sus ingresos.

Gráfico 9
**AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-)
de financiación (Base 2008. % PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 10
**Estado: capacidad (+)/ necesidad (-)
de financiación (Base 2008. % PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Más allá del primer semestre del año, se espera que los ajustes en el gasto corriente estén siendo más severos, con lo que el consumo público real volvería a registrar crecimientos negativos a lo largo de la segunda mitad de año, si bien algo más moderados que el observado en el 2T11. En todo caso, el esfuerzo de consolidación fiscal probablemente habría seguido concentrándose en el recorte de la inversión, por lo que la construcción no residencial previsiblemente continuaría contrayéndose tanto en el tercero como en el cuarto trimestre del año. No obstante, a este deterioro habría contribuido, además del sector público, el intenso ajuste por el que aún atraviesa la actividad constructora privada en la actualidad.

En este contexto, se espera que la administración central cierre el año cumpliendo holgadamente con su objetivo de déficit del -4,8%, lo que permitirá compensar parte de la desviación esperada de comunidades autónomas y seguridad social. Con todo, es muy probable que, si no se anuncian medidas adicionales, el déficit público termine el año claramente por encima del 6% del PIB.

La actividad exportadora repunta con fuerza una vez superada la desaceleración transitoria del segundo trimestre del año

Como consecuencia del efecto base introducido por un primer trimestre especialmente positivo en el plano exportador, el avance de las exportaciones de bienes y servicios se resintió en el segundo trimestre del año, hecho que en conjunción con la debilidad de las importaciones, dio lugar a una aportación muy elevada de las exportaciones netas al crecimiento del PIB. En contrapartida, el tercer tramo del año augura un repunte notable de las exportaciones de bienes y servicios apoyado tanto en la expansión de las exportaciones de bienes como en el buen comportamiento esperado del sector servicios, especialmente turismo. Así, los buenos datos de flujos de exportación de bienes registrados hasta agosto, especialmente bienes de capital y bienes intermedios -cuya expansión en el tercer trimestre sería notable-, y la mejora en la cartera de pedidos de exportación de octubre adelantarían un saludable dinamismo exportador durante la segunda mitad del año. En síntesis, en un contexto de mayor incertidumbre en el

mercado europeo, las exportaciones de bienes por grandes sectores estarían diferenciándose y diversificándose de forma efectiva en el exterior (véase el Gráfico 11).

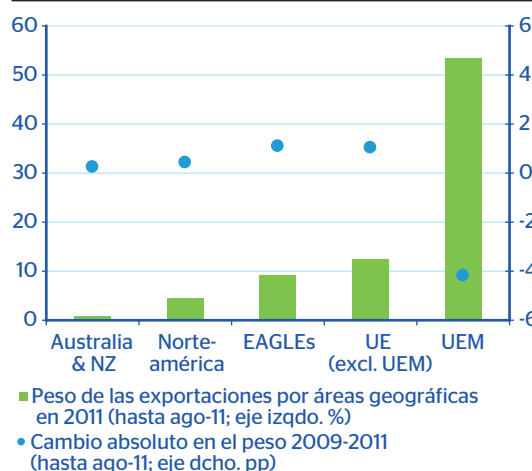
En lo que respecta a las exportaciones de servicios, los indicadores disponibles a la fecha de cierre de este informe apuntan a un nuevo repunte del consumo de no residentes en el territorio nacional durante el 3T11. En particular, los indicadores de la coyuntura turística revelan que a la buena evolución mostrada por las visitas y pernoctaciones de residentes en el extranjero se sumó, a lo largo del tercer trimestre, el turismo de los residentes nacionales, que volvió a aumentar en torno al 2% t/t, tras un año continuado de caídas, contribuyendo previsiblemente al saldo neto de las exportaciones del sector. Algunos factores puntuales continuaron favoreciendo este comportamiento: en primer lugar, la recuperación de las economías europeas y española a lo largo del primer semestre, aspecto que apoya un ligero incremento de la demanda, tanto externa como interna, durante el periodo estival. En segundo lugar, la prolongación de los conflictos en el Magreb, que todavía continúa reduciendo su papel como competidor. En tercer lugar, la Jornada Mundial de la Juventud, que tuvo un impacto relevante sobre el turismo en la Comunidad de Madrid tanto en lo referente a las entradas (de viajeros españoles y extranjeros), y aunque no se trasladó a pernoctaciones, sí ha supuesto un incremento relevante del gasto turístico total en esta comunidad.

Sin embargo, también se observan indicios de factores de un carácter más estructural que estarían acompañando al comportamiento positivo del sector durante 2011. En particular, el ajuste del sector hotelero ante la crisis, que continúa traducándose en unos precios que se mantienen en niveles equivalentes a los de 2008, ha sido el instrumento básico para validar el atractivo de España como destino turístico, ya que, aunque la confianza de la demanda turística en el Magreb aún tardará en recuperarse, otros destinos como los del mar Adriático continúan avanzando en su posición como competidores. La combinación de unos precios contenidos ha posibilitado bajos crecimientos del gasto medio por turista en el acumulado enero-septiembre del año anterior (en torno al 2%), pero junto al incremento del número de turistas ha dado lugar a un aumento del gasto turístico en España del 9,6% en el mismo periodo.

En ausencia de signos de agotamiento de la contribución neta del sector exterior al crecimiento económico, se confirma el papel de la dinámica exportadora como elemento catalizador de la salida de la crisis, todo ello en un contexto en el que el futuro crecimiento de Europa permanece rodeado de fuerte incertidumbre y las ganancias de competitividad-precio han sido moderadas de acuerdo a la historia económica reciente (véase el Gráfico 12). Por su parte, la atonía de la demanda interna continúa lastrando el comportamiento importador de la economía lo que, unido a la buena evolución de las exportaciones totales, permitiría una nueva corrección en el saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente en el tercer trimestre del año.

Gráfico 11

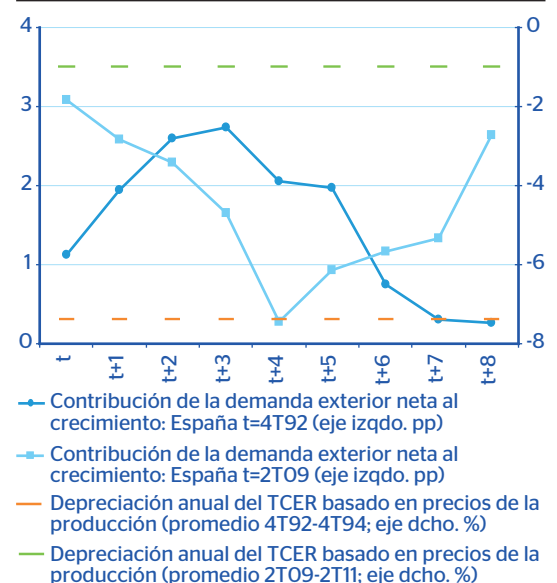
Composición de las exportaciones de bienes por grandes áreas geográficas durante la crisis



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 12

Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento económico y depreciación efectiva real promedio en dos episodios de salida de crisis



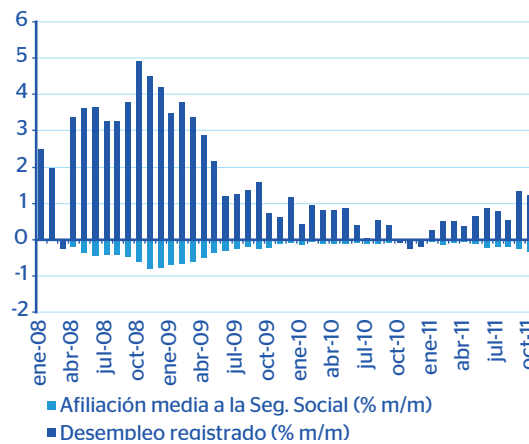
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Banco de España

El deterioro adicional del mercado laboral confirma el estancamiento de la economía en el 3T11

Los registros del mercado laboral del 3T11 resultaron decepcionantes. Cuando se excluyen los cambios provocados por motivos estacionales y de calendario, se observa que la economía continuó destruyendo empleo. Tanto la caída de afiliación a la Seguridad Social (-0,5% t/t CVEC) como el incremento del desempleo registrado (+1,7%t/t CVEC) se aceleraron en torno a 2 décimas entre julio y septiembre. La creciente disminución del número de ocupados en industria y construcción, y el estancamiento en agricultura y servicios explican estos resultados (véase el Gráfico 13)⁴. En su conjunto, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 3T11 confirmó la evolución apuntada anteriormente, si bien la magnitud del deterioro del mercado de trabajo sugerida por sus cifras es mayor. La estacionalidad favorable –que aportó en torno a 60 mil empleos- no impidió el descenso de la ocupación en 146,8 miles de personas. A pesar de la intensa caída del empleo –concentrada en los asalariados con contrato temporal y en los trabajadores de la agricultura, la construcción y los servicios de mercado- la población activa tan solo se redujo en 2,1 miles de personas (+10,3 miles CVEC), por lo que la tasa de desempleo aumentó 6 décimas hasta el 21,5% de los activos (21,9% CVEC), mientras que la de temporalidad repuntó 5 décimas hasta el 26,0% (véase el Gráfico 14).

Gráfico 13

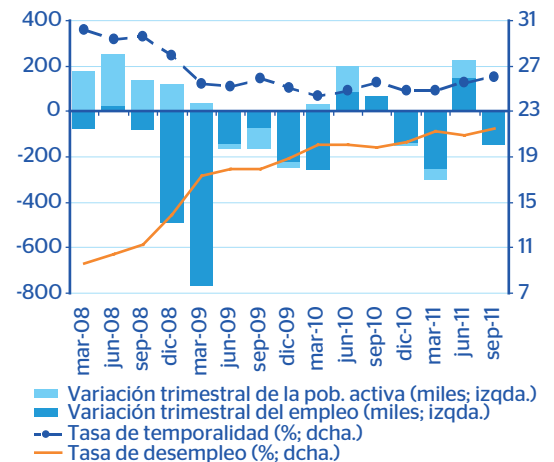
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 14

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El crecimiento de los precios al consumo continuó cediendo terreno en el tercer trimestre del año

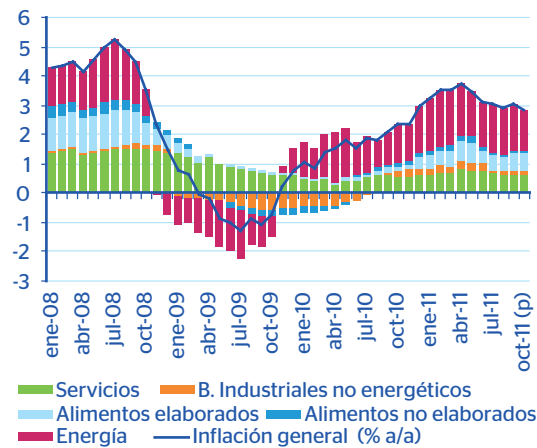
Tras un segundo trimestre del año que estuvo marcado por el comienzo de la desaceleración de los precios del consumo -después de alcanzar su máximo local en abril (3,8% a/a)-, la inflación general continuó mostrando una desaceleración paulatina durante el tercero, hasta alcanzar el 3,0% a/a a principios del cuarto (según su indicador adelantado). Así, los datos más recientes confirman que ante la ausencia de presiones inflacionistas de demanda, las elevadas tasas de inflación que continúan observándose en la economía española se derivan efectivamente de dos factores que, como se adelantaba en las ediciones anteriores de esta publicación, no se corresponden en su totalidad con una pérdida de competitividad-precio de la economía española respecto a sus principales socios comerciales. El primero de esos factores, que se ha trasladado a los precios del consumo -de forma directa a través de su consumo final e indirecta a través de su consumo intermedio-, es el elevado precio de las materias primas. Así, de la inflación general registrada a finales del 3T11 (3,1% a/a), 1,7pp siguen siendo atribuibles al componente energético y a los alimentos no elaborados mientras que 1,4pp al subyacente, de los cuales 0,7pp se corresponden con sus partidas más sensibles a la evolución de los precios de las materias primas

4: Los registros de octubre indican que el mercado laboral inició el cuarto trimestre como finalizó el tercero: con una disminución de la afiliación y un aumento del desempleo. Cuando se corrigen las cifras de las variaciones estacionales propias del mes y del efecto calendario, se estima un deterioro del empleo en torno a 55 mil personas, cifra similar al aumento del número de parados registrados.

(esto es, alimentos elaborados y viajes organizados)⁵ (véase el Gráfico 15). El segundo factor que se trasladó en buena parte a los precios del consumo fueron las subidas impositivas durante el 2S10, siendo particularmente relevante la del IVA en julio de ese año. Así, como se observa en el Cuadro 3, los datos más recientes relativos al diferencial de inflación respecto a la zona del euro muestran que se situó, en promedio, en el 0,7pp durante el 1S11, y se redujo hasta los 0,2pp en promedio durante el 3T11 (0,0pp en septiembre), mientras que a impuestos constantes se ha mantenido favorable a España desde el 2S10. En resumen, toda vez que la presión al alza sobre los precios al consumo derivada de los citados eventos terminará de diluirse en lo que resta del año, y que no se vislumbran presiones al alza por parte de la demanda, la inflación general continuará, previsiblemente, en su senda de desaceleración en lo que resta del año.

Gráfico 15

España: contribuciones al crecimiento de la inflación general



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 2

España: diferencial de inflación respecto al area del euro

		A impuestos constantes	
		Total	constantes
2008	1S	1,1	1,2
	2S	0,7	0,7
2009	1S	-0,7	-0,9
	2S	-0,4	-0,8
2010	1S	0,4	0,1
	2S	0,4	-0,4
2011	1S	0,7	-0,2
	3T(*)	0,2	-0,7

*: Promedio julio-agosto para las cifras e impuestos constantes
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Escenario 2011-2012: la persistencia de las tensiones financieras en Europa continúa presionando a la baja las expectativas de crecimiento

Como adelantábamos en la introducción de esta sección, ante el deterioro experimentado en el contexto internacional, la persistencia de la prima de riesgo española por encima de sus fundamentales, y las dudas sobre la capacidad de las comunidades autónomas para cumplir con sus objetivos fiscales, es de prever que el ritmo de recuperación de la actividad se haya ralentizado en el corto plazo, lo que supone, en balance, la confirmación de que el crecimiento en 2011 será marginalmente inferior al proyectado hace tres meses (0,8% frente al 0,9%). Asimismo, es de prever que el PIB exhiba tasas de crecimiento intertrimestral positivas durante el próximo año, aunque de una magnitud moderada, que se trasladarán en un crecimiento igualmente inferior al previamente proyectado para el conjunto de ese ejercicio económico (1,0% frente al 1,3%) (véase el Cuadro 3). Adicionalmente a lo anterior, la ausencia de medidas definitivas, tanto a nivel europeo como a nivel interno, que despejen por completo las dudas que persisten sobre la gobernanza europea y la capacidad de crecimiento y creación de empleo de la economía española, supone un aumento significativo de la probabilidad de escenarios de riesgo.

5: Respecto a la inflación en los precios de los alimentos elaborados, cabe destacar que la ligera desviación al alza observada a finales del 3T11 se corresponde fundamentalmente con el aumento de los precios del tabaco (+4,8% m/m en septiembre) que puso fin a la guerra de precios que se saldó con una caída en torno al 6,4% a finales del 2T11.

Cuadro 3

España: previsiones macroeconómicas

(a/a%, salvo indicación contraria)	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)
Consumo hogares	-0,3	2,2	1,5	1,7	0,7	-0,2	0,8	1,3	0,4	0,5
Consumo AA.PP.	-1,1	-0,1	-0,7	-0,9	2,6	-1,0	-1,6	-0,7	-0,3	-2,7
FBCF	-10,5	-6,7	-6,7	-6,1	-6,0	-6,7	-4,5	-7,5	-5,1	-0,6
Equipo y otros productos	-9,3	0,5	0,2	0,1	0,0	-3,3	0,4	-2,1	-0,5	2,8
Equipo	-4,6	8,7	2,4	1,2	0,3	-3,7	1,8	1,9	0,1	3,8
Construcción	-11,3	-11,3	-11,2	-10,6	-10,4	-9,3	-8,3	-11,1	-8,7	-3,2
Vivienda	-20,9	-18,7	-15,1	-11,4	-9,0	-8,4	-6,9	-16,5	-7,4	0,9
Resto	-4,1	-5,9	-8,7	-10,1	-11,2	-9,8	-9,1	-7,2	-9,4	-5,7
Var. existencias (*)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-3,0	-0,3	-0,7	-0,6	-0,4	-1,91	-0,8	-1,1	-1,0	-0,4
Exportaciones	9,4	11,9	9,4	10,5	12,1	8,4	11,7	10,3	10,1	5,1
Importaciones	2,0	9,6	5,0	5,3	6,3	-1,7	4,9	5,5	3,0	-0,3
Saldo exterior (*)	1,6	0,3	0,9	1,2	1,3	2,6	1,7	1,0	1,8	1,4
PIB pm	-1,4	0,0	0,2	0,6	0,9	0,7	0,9	-0,1	0,8	1,0
Pro-memoria										
PIB sin inversión en vivienda	-0,2	1,1	1,2	1,3	1,4	1,2	1,2	0,9	1,2	1,0
PIB sin construcción	0,3	1,9	2,1	2,5	2,5	2,2	2,2	1,7	2,2	1,6
Empleo total (EPA)	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-1,3	-0,9	-2,1	-2,3	-1,7	-0,8
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	20,0	20,1	19,8	20,3	21,3	20,9	21,5	20,1	21,5	22,1
Empleo total (e.t.c.)	-3,9	-2,4	-1,6	-1,4	-1,4	-1,0	-2,1	-2,4	-1,7	-0,9

(*) contribuciones al crecimiento

Nota: Datos observados y previsiones consistentes con la CNTR en base contable de 2000

Fuente: INE, Banco de España y previsiones BBVA Research

En lo que respecta a la composición del crecimiento, los factores contemplados en la actualización de nuestro escenario económico para 2011 y 2012 suponen, en balance, una presión a la baja tanto para la demanda externa como, sobre todo, para la demanda interna. En primer lugar, la creciente probabilidad de que, como resultado del incumplimiento de las comunidades autónomas, se presente una desviación moderada del déficit público respecto a los objetivos prometidos para 2011, supone una revisión a la baja tanto del consumo como de la inversión pública en 2012, ante el carácter ineludible del proceso de consolidación fiscal.

En cuanto al consumo privado, el dato del 2T11 se situó ligeramente por encima de lo esperado, compensando parcialmente el efecto negativo del aumento de la incertidumbre y del deterioro del mercado laboral sobre el gasto del 2S11, de tal modo que el crecimiento previsto para el conjunto del año apenas cambia. La demanda de bienes duraderos continuará estando condicionada por el adelantamiento al primer semestre de 2010 de las compras que habrían tenido lugar durante el año actual, pero su efecto se irá diluyendo a lo largo del horizonte de predicción. En 2012, a pesar de que la creciente incertidumbre podría sesgar al alza la tasa de ahorro por motivos precautorios, la visión sobre la evolución del consumo de los hogares no difiere significativamente de la presentada en la revista Situación España precedente. Si bien la debilidad de los determinantes del gasto limitará su crecimiento, situándolo significativamente por debajo del registrado en 2010, la ausencia de presiones inflacionistas acotará el deterioro de la renta disponible real, y el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos limitará el incremento de la carga financiera de los hogares.

En lo que respecta a la inversión empresarial, la evolución de la demanda, tanto interna como externa, y la de los mercados financieros condicionarán en buena medida las expectativas de beneficios futuros y, por tanto, el comportamiento de este componente de la demanda en los próximos trimestres, no siendo de esperar un aumento relevante de la capacidad productiva de las empresas españolas. Así, la revisión a la baja de la demanda pública y privada, unida a una reducción de la prima de riesgo más lenta de lo esperado inicialmente, que repercutirá en el coste de la financiación, obliga a revisar ligeramente a la baja la inversión empresarial en el segundo semestre del año y en 2012. Un

descenso que, por otro lado, se verá ligeramente atenuado por el retraso de la subida de los tipos de interés oficiales respecto a lo que se contemplaba en el escenario anterior. Con todo, se espera que esta partida de la demanda agregada, que seguirá encontrando como soporte principal la fortaleza de la demanda externa, concluya 2011 prácticamente estancada, retrocediendo poco más de un 0,5% anual, y experimente en 2012, un crecimiento en torno al 2,8%.

Si bien la demanda externa podrá sostener, en buena medida, el crecimiento de la inversión empresarial, la inversión en vivienda requerirá un mayor impulso de la demanda interna para su recuperación. Sin embargo, tanto la debilidad del mercado de trabajo como la contracción del crédito a las familias, por la persistencia de las tensiones financieras y la necesidad de desapalancamiento, mantendrán la demanda de vivienda débil en el horizonte de previsión. Además, un acceso al crédito menos holgado para parte de los empresarios del sector repercutirá negativamente en la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Pese a todo, la absorción del stock de viviendas sin vender, aunque más lenta de lo deseable, situará al sector, al menos en algunas áreas geográficas, a las puertas de una lenta recuperación el próximo año. Así, aunque para el conjunto del presente año la inversión en vivienda volverá a contraerse (-7,4% anual), se espera que en 2012 registre un crecimiento próximo al 1% anual, siendo el año en el que el sector inicie una lenta recuperación, caracterizada por una elevada heterogeneidad geográfica.

Finalmente, como se ha destacado en números previos de esta revista, la clave del crecimiento económico a medio plazo en España se encuentra en el sector exterior, cuya contribución neta seguirá ejerciendo de soporte al crecimiento del PIB en el horizonte 2011-2012. La pujante actividad empresarial en el mercado exterior augura una expansión fuerte de las exportaciones para el conjunto de 2011, en torno al 10%. En contraposición, se prevé una ralentización significativa en el crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones en 2012, fundamentalmente como consecuencia de la actual incertidumbre que rodea a las perspectivas de crecimiento mundial, en general, y europeo, en particular. Con todo, dado el papel relevante que este componente de la demanda agregada ha jugado desde el comienzo de la crisis, el Recuadro 2 explora las principales características diferenciales que existen entre las pequeñas y las grandes empresas exportadoras pertenecientes a los diferentes sectores que conforman el tejido manufacturero español. Además, el recuadro estudia los factores subyacentes a la propensión empresarial de exportar cuantificando, por ejemplo, el impacto que un incremento en el tamaño empresarial tiene sobre la probabilidad de exportación.

A finales de 2010 preveíamos que 2011 fuera un año de transición en el proceso de recuperación económica, de manera que a finales de este año se podría empezar a crear empleo neto. Como se comentaba anteriormente, aunque el crecimiento promedio para 2011 no dista del inicialmente previsto, el cambio en el perfil temporal del crecimiento trimestral muestra claros síntomas de desaceleración e incluso de crecimiento negativo, particularmente en el ámbito de los indicadores del mercado de trabajo. En estas condiciones, nuestro escenario base para 2012 supone retrasar un año la ansiada recuperación económica, por lo que en estas circunstancias esperamos que en los próximos trimestres el empleo siga contrayéndose y que la tasa de desempleo aumente ligeramente hasta situarse en el conjunto del año en el 22 por ciento. Obviamente esta previsión está muy condicionada por el comportamiento de la población activa, cuya tasa de crecimiento es particularmente difícil de predecir en el contexto actual.

La persistencia de la incertidumbre avala la necesidad de un mayor impulso reformador

Para evitar la deriva hacia el escenario de riesgo ante el incremento de la incertidumbre durante los últimos tres meses, el Gobierno español ha lanzado nuevas medidas en aras de cumplir los objetivos fiscales en el corto plazo, de alcanzar la estabilidad presupuestaria en el medio y largo plazo, de fomentar la actividad económica. Si bien estas medidas no han sido suficientemente ambiciosas, y/o acertadas, como para disipar todas las dudas existentes sobre la economía española y, por tanto, procurar una rápida reducción de la prima de riesgo hacia los niveles congruentes con sus fundamentales, en general han sido bien recibidas por los socios europeos -en la medida en que ratifican los compromisos del Gobierno-, y probablemente han contribuido a la diferenciación observada recientemente respecto al resto de países periféricos y, en esta ocasión, respecto a Italia, que se ha visto gravemente afectada en este último episodio de la crisis de deuda soberana.

En lo que respecta a la consecución de los compromisos fiscales adquiridos en el corto plazo, las medidas recogidas tanto en el Real Decreto-Ley 9/2011, del 19 de agosto, como en el Real Decreto-Ley 13/2011, del 16 de septiembre, contemplan fundamentalmente la racionalización del

gasto farmacéutico, la agilización de la recaudación por concepto del impuesto de sociedades, y la recuperación temporal del impuesto sobre el patrimonio (hasta finales de 2012)⁶. Si bien la primera medida supone una mejora de la eficiencia en el gasto que se trasladará de forma permanente aunque moderada al déficit estructural, es necesario resaltar que, en su conjunto, las tres medidas resultan poco ambiciosas -dado su impacto relativamente limitado en las finanzas públicas-, y, en el último caso, poco acertada, ya que al implicar una doble imposición sobre las rentas podría tener efectos distorsionadores sobre las decisiones de ahorro, en un contexto en el que precisamente debe incentivarse para evitar que la reducción de las necesidades de financiación de la economía española se haga mediante la reducción de la inversión.

Por su parte, y en lo que respecta a la estabilidad presupuestaria en el medio y largo plazo, el Congreso aprobó una enmienda constitucional en la que establece un objetivo de déficit estructural para todos los niveles de las administraciones públicas, que se instrumentará por medio de una Ley Orgánica que deberá ser aprobada antes del 30 de junio de 2012. Si bien éste es un paso contundente, tanto para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo en España, como para apoyar la construcción de la nueva gobernanza europea que permita la adopción de medidas que se consideran necesarias para reducir la incertidumbre en los mercados de deuda soberana, la introducción de cierto margen de flexibilidad - esto es, la posibilidad de abandonar la regla en casos excepcionales (catástrofes naturales, recesión económica o situaciones de emergencia), por acuerdo de mayoría absoluta en el Congreso-, podría reducir en cierta medida la credibilidad de la regla fiscal. Con todo, la redacción de la Ley Orgánica será fundamental para definir qué se entiende por casos excepcionales, quién los determinará y qué consecuencias tendrá no cumplir con la regla (sanciones, estrategia de salida).

Finalmente, y en lo que atañe al fomento de la actividad económica, las disposiciones más recientes del Gobierno español han intentado abordar dos de los frentes que más seriamente empañan las expectativas de crecimiento de la economía española, a saber: el ajuste del sector inmobiliario y el desempleo juvenil. Respecto al primero de estos problemas, el Real Decreto-Ley 9/2011 estipula que, hasta finales de 2011, las entregas de inmuebles destinados a vivienda nueva tributarán al tipo del 4% en lugar del 8% habitual en el Impuesto sobre el Valor Añadido. En nuestra opinión la medida no estaría teniendo efectos relevantes, ni en lo que respecta a la recuperación de la actividad y del empleo ni en lo que atañe a la recaudación. El carácter temporal de la medida supone como mucho un adelantamiento moderado de la demanda de vivienda a la parte final de 2011 que, sin embargo, será previsiblemente insuficiente para absorber una proporción significativa de la sobreoferta de vivienda y, consecuentemente, adelantar de forma contundente la recuperación sostenida de la actividad inmobiliaria y de la construcción. Más aún, el carácter reiterativo de este tipo de incentivos a la demanda de vivienda (v.g., primero la eliminación de la deducción por compra de vivienda habitual y luego la reducción del IVA), podría tener un efecto negativo sobre la credibilidad respecto a la temporalidad de las medidas, lo que reduciría su impacto al generar nuevas expectativas sobre futuros incentivos de características similares.

Respecto al desempleo juvenil, el Real Decreto-Ley 10/2011, incorpora a grandes rasgos tres nuevas medidas que pretenden fomentar el empleo de este colectivo⁷. En primer lugar, un nuevo contrato de formación profesional que permitirá a los jóvenes de entre 16 y 30 años alternar sus estudios en un centro formativo reconocido por el sistema nacional de empleo (25% del tiempo), con una actividad laboral remunerada en una empresa. En segundo lugar, la eliminación transitoria (hasta finales de 2013) de la restricción a encadenar contratos temporales, restricción que no solucionaba el problema de la dualidad del mercado laboral, ya que como hemos resaltado en varios números de esta publicación, la solución real pasaría por suavizar la brecha en los costes de despido (v.g., contrato único e indemnización creciente con la antigüedad). En tercer lugar, se extiende el plazo para poder convertir contratos temporales en contratos de fomento del empleo (indemnización de 33 días), para que el FOGASA pague 8 días de la indemnización por despido de estos últimos y para que los trabajadores que hayan dejado de cobrar la prestación por desempleo reciban la ayuda de 400 euros⁸.

Como se mencionaba en el párrafo inicial de este apartado, a pesar de la implementación de todas las medidas descritas anteriormente, la incertidumbre sobre la capacidad de crecimiento de la economía española y sobre el cumplimiento de sus compromisos presupuestarios no se ha disipado por completo, y sigue redundando en un coste de financiación elevado que presiona aún más a la baja las expectativas de crecimiento futuro. Desafortunadamente, señales tan negativas como las proporcionadas por los registros más recientes del mercado laboral, o el escaso grado de cumplimiento de los objetivos presupuestarios por parte de las comunidades autónomas justifican, al menos en parte, dicha incertidumbre que avala la necesidad de un mayor impulso reformador.

6: La redacción del RD-L 9/2011 y el RD-L 16/2011 están disponibles [aquí](#) y [aquí](#).

7: La redacción del RD-L 10/2011 está disponible [aquí](#).

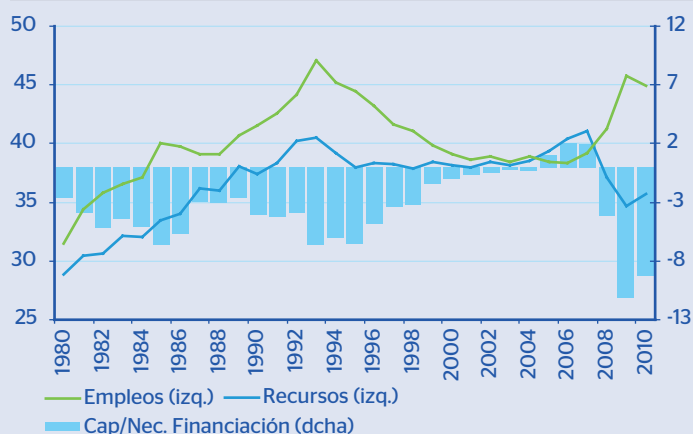
8: Véase [BBVA \(2011\)](#) para un análisis detallado de las causas y posibles soluciones del desempleo juvenil en España

Recuadro 1.
Evolución reciente de los recursos no financieros de las administraciones públicas: una visión estructural

La actual crisis económica puso fin al importante proceso de consolidación fiscal iniciado a mediados de la década de los 90, que culminó con la generación de superávits durante tres años consecutivos (de 2005 a 2007). Dicho proceso de consolidación se centró fundamentalmente en la reducción del gasto público que disminuyó 5,3pp del PIB desde mediados de los 90, situándose por debajo del 40% del PIB a finales de 2007. Mientras, durante ese mismo periodo, los ingresos públicos experimentaron un crecimiento de 3,1pp, que se concentró principalmente en los tres últimos ejercicios del periodo de expansión. Con la llegada de la crisis y la puesta en marcha de las medidas de política contracíclica para paliar sus efectos, el gasto público volvió a situarse en los niveles de principios de los 90 en tan sólo tres años, y los ingresos públicos cayeron hasta niveles de mediados de los 80. La magnitud de la caída de los ingresos públicos ha sido muy superior al deterioro del PIB nominal, por lo que la ratio de ingresos sobre PIB pasó del 41,1% registrada en 2007 al 35,7% con que cerró 2010. Esta caída, de casi 5,4 puntos porcentuales (véanse Gráfico 16 y 17), no puede explicarse totalmente por las rebajas fiscales llevadas a cabo en los últimos años que pudieron restar ingresos impositivos en torno a 1,5pp del PIB.

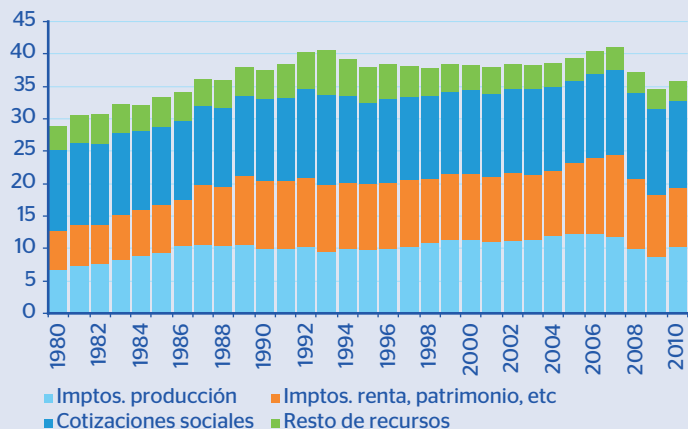
Si se analiza la evolución de los recursos de las administraciones públicas por componentes durante el periodo 2007-2009, año en el que la ratio ingresos sobre PIB alcanzó su mínimo local, se observa una caída generalizada en todas las partidas de ingresos, salvo en las cotizaciones sociales que se han mantenido prácticamente estables en torno al 13% del PIB⁹. La mayor parte de la caída de los ingresos públicos se ha concentrado en los impuestos corrientes sobre la renta (que incluyen, entre otros, el IRPF y el impuesto de sociedades) y en los impuestos sobre la producción que han reducido sus ingresos en 3,3pp y 3pp del PIB, respectivamente.

Gráfico 16
AA.PP.: capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 17
AA.PP.: recursos no financieros (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

9: Esto puede explicarse, al menos parcialmente, por los ingresos a cuenta en concepto de cotizaciones sociales de los parados que continúan recibiendo prestaciones contributivas por desempleo. En la medida en que empiezan a agotarse significativamente dichas prestaciones no se puede descartar un deterioro de las cotizaciones sociales como porcentaje del PIB en un futuro cercano.

Esta importante disminución de los ingresos públicos se debe, en parte, al funcionamiento típico de los estabilizadores automáticos a lo largo del ciclo económico -es decir, cuando la actividad de una economía disminuye, lo hacen igualmente las bases imponibles de los impuestos, por lo que la recaudación se reduce-. Pero sobre todo a la desaparición de ciertos ingresos extraordinarios asociados al boom inmobiliario y a las medidas discrecionales de política económica llevadas a cabo.

Para realizar una valoración de la magnitud de dichos efectos se deben descomponer los ingresos públicos en una parte asociada a las decisiones discrecionales (parte estructural) y una parte asociada a las variaciones cíclicas de la economía (parte cíclica), identificando ambos efectos tanto en las bases imponibles como en la recaudación. Así, las bases imponibles de cada impuesto ($b_{i,t}$) pueden dividirse en tres componentes inobservables: estructural ($b_{i,t}^*$), cíclico ($b_{i,t}^c$), e irregular ($\varepsilon_{i,t}^b$),

$$b_{i,t} \equiv b_{i,t}^* + b_{i,t}^c + \varepsilon_{i,t}^b \quad (1)$$

donde, el componente cíclico $b_{i,t}^c$ depende de la posición cíclica de la economía. De forma análoga, para cada periodo t la recaudación de cada impuesto ($r_{i,t}$) se descompone en la suma de tres componentes inobservables: estructural ($r_{i,t}^*$), cíclico ($r_{i,t}^c$) e irregular ($\varepsilon_{i,t}^r$), donde los dos primeros componentes dependen, respectivamente, de la parte estructural y de la parte cíclica de la base imponible¹⁰.

Analizando el comportamiento de las bases imponibles de los principales impuestos, en el Gráfico 18 puede observarse como la mayor parte de la caída de los ingresos procedentes del IVA puede explicarse por el importante descenso de la base imponible del impuesto, de casi 8pp del PIB potencial entre 2007 y 2009, de los cuales se atribuyen en torno a 5,4pp a la evolución del ciclo económico y de determinados gastos extraordinarios en años previos a la crisis y 2,5pp a una caída estructural del gasto en consumo final sujeto a IVA. La mayor parte de la caída de este gasto en consumo final está asociado fundamentalmente al menor gasto en vivienda nueva de los hogares (que en términos nominales se ha visto reducido en más de la mitad a lo largo del dicho periodo). De la misma manera, la contracción económica ha supuesto una caída equivalente a 3,1pp del PIB potencial en la renta bruta de los hogares, de los cuales 4,1pp son atribuibles al ciclo. En contraste, la crisis está afectando más intensamente a la base imponible del impuesto de sociedades, que se ha visto arrastrada tanto por la caída de los beneficios de las sociedades como por la desaparición de las plusvalías asociadas al fuerte incremento experimentado por las cotizaciones bursátiles registrado en el periodo previo a la crisis. De esta forma, tanto el componente cíclico como el estructural de la base imponible del impuesto de sociedades se han visto reducidos en torno a 2,3pp y 5,8pp del PIB

potencial, respectivamente, con lo que la base imponible total cayó cerca de 8pp entre 2007 y 2009.

Este comportamiento de las bases imponibles de los impuestos tiene reflejo directo en la recaudación de los mismos (véase el Gráfico 21). Así, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos explica, en media, en torno a 2,2pp de la caída de cada una de las principales figuras tributarias en términos del PIB potencial (IVA, IRPF e impuesto de sociedades), mientras que tan sólo en el impuesto de sociedades y en la partida de resto de impuestos se estaría observando una caída significativa de los ingresos estructurales (en torno a 1pp del PIB potencial). En el resto de recursos, si bien la evolución del componente estructural de sus respectivas bases impositivas se ha visto deteriorado desde 2007, las subidas de los tipos impositivos habrían compensado dicho comportamiento con lo que el componente estructural de los ingresos tributarios se ha visto reducido solo marginalmente en términos del PIB potencial. Conviene reconocer, sin embargo, que la magnitud del ajuste estructural de la recaudación impositiva por concepto de IRPF y contribuciones sociales puede ser incluso más pronunciada de lo que sugieren las estimaciones iniciales, si efectivamente los datos de los próximos ejercicios confirman que detrás de la elevada destrucción de empleo y del aumento de la tasa de paro se encuentra un deterioro estructural más elevado del mercado laboral.

En conjunto, el componente estructural de los ingresos públicos en términos de PIB potencial ha experimentado una caída de 3,6pp desde 2007, mientras que en el periodo de expansión económica (entre 2000 y 2007) apenas varió. En contrapartida, el componente cíclico de estos ingresos se incrementó en 4,6pp entre 2000 y 2007, mientras que en el periodo de la crisis el funcionamiento de los estabilizadores automáticos habría drenado los ingresos públicos en torno a 5pp de PIB potencial, arrastrados principalmente por la caída de las bases imponibles, derivada tanto de la evolución del mercado inmobiliario como de la fuerte caída de los beneficios empresariales.

En síntesis, la prociclicidad de los recursos no financieros de las administraciones públicas revela que parte del saneamiento de las cuentas públicas, llevado a cabo durante el periodo expansivo, no se realizó a cuenta de una mejora estructural de estos ingresos, lo que a su vez explica buena parte del acusado deterioro de la recaudación impositiva una vez se asistió al cambio de signo del ciclo económico. Aun más preocupante, es el hecho de que mientras que en el periodo expansivo no se evidencian mejoras de los ingresos estructurales significativas de los ingresos no financieros, durante la actual recesión el deterioro de dichos ingresos sí ha venido acompañado de

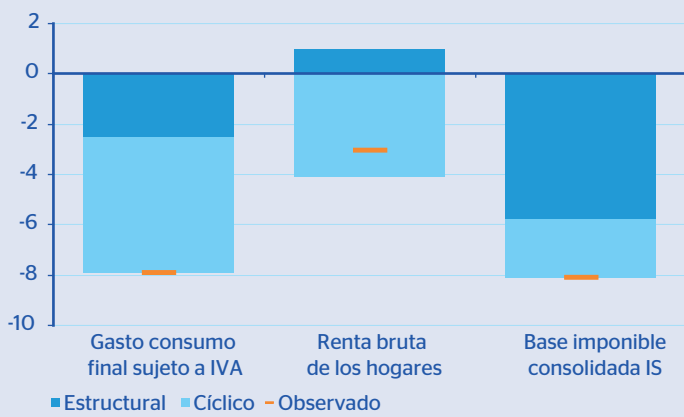
10: La descomposición estructural de las bases y la recaudación impositiva empleada en este recuadro se obtiene a partir de un modelo de componentes inobservables, cuya evolución es inferida mediante el filtro de Kalman y se ha estimado por máxima verosimilitud. Los detalles y resultados completos de las estimaciones se recogerán en un observatorio económico y un documento de trabajo de BBVA Research que estarán próximamente a disposición del lector interesado.

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

una caída relativa de su componente estructural. Por lo tanto, es importante que durante el actual proceso de consolidación fiscal las administraciones públicas tengan en cuenta dicha caída estructural de sus ingresos, y acomoden el nivel de gasto público al nivel estructural de los ingresos, o busquen fuentes alternativas de financiación incrementen los recursos estructurales. Asimismo, y de cara más al largo plazo, será igualmente fundamental que las decisiones discrecionales de gasto público se financien a cuenta de mejoras de los

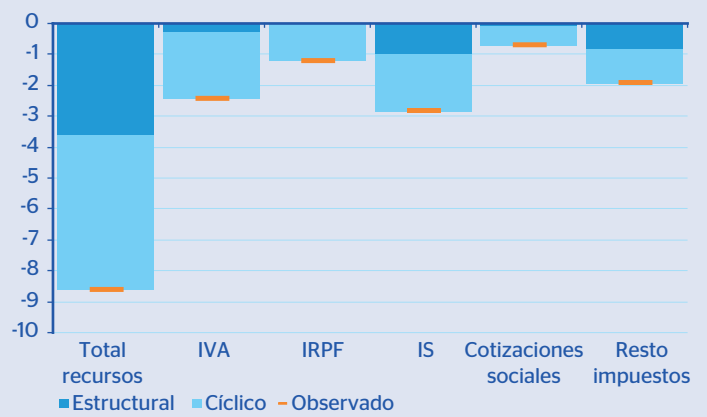
ingresos estructurales y no en base a las mejoras de carácter cíclico, como se hizo en el periodo anterior. En este sentido, será relevante el desarrollo de actuaciones consistentes con la nueva regla fiscal adoptada en la Constitución, con una mayor transparencia y planificación (presupuestos plurianuales), así como con incentivos que promuevan el cumplimiento de los objetivos de estabilidad de todos los niveles de las administraciones públicas.

Gráfico 18
AA.PP.: variación bases imponibles 2007-2010 (% PIB potencial)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 19
AA.PP.: variación de los ingresos no financieros 2007-2010 (% PIB potencial)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Recuadro 2. La heterogeneidad sectorial de las empresas exportadoras y los determinantes de la propensión a exportar

En el contexto de estancamiento de la economía española, este Recuadro estudia las características diferenciales que a nivel sectorial presentan las empresas exportadoras de manufacturas en España utilizando datos provenientes de la *Encuesta sobre Estrategias Empresariales* (ESEE) elaborada por la Fundación SEPI para el período 1990-2009. En un desglose de veinte sectores manufactureros, el análisis presta especial atención a las diferencias existentes entre las empresas exportadoras de gran tamaño frente a las pequeñas y medianas empresas (PYMES). El tamaño empresarial y su relación con la tendencia exportadora de una economía ha sido objeto de estudio reciente. En concreto, la nueva literatura de comercio internacional establece que la evolución de las exportaciones de las empresas de mayor tamaño describe bien la evolución de las exportaciones a nivel agregado (Di Giovanni y Levchenko, 2010). Adicionalmente, la dificultad a la que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas al tratar de consolidarse en los mercados de exportación justifica un análisis pormenorizado en el que el eje separador sea el tamaño empresarial (Banco de España, 2009). Una vez establecidos los hechos que diferencian a las grandes empresas de las PYMES exportadoras a nivel sectorial, el Recuadro explora los factores subyacentes a la propensión a exportar¹¹.

Los resultados presentados en el Cuadro 4 muestran que las grandes empresas exportadoras tienen mayor experiencia en el mercado doméstico, son más productivas, presentan ratios de capital físico por empleado más elevadas e invierten considerablemente más tanto en actividades vinculadas a la investigación y el desarrollo (I+D) como en formación externa de sus empleados. Las diferencias entre sectores son, en muchos casos, notables. La brecha de productividad es especialmente acusada en la industria del mueble, productos minerales no metálicos, bebidas, y otras industrias manufactureras, entre otras. Por su parte, las principales diferencias en la intensidad de capital físico por empleado entre grandes empresas y PYMES exportadoras se concentra

en metales férricos y no férricos, productos minerales no metálicos, la industria del mueble, y maquinarias agrícolas e industriales. La muestra también revela la elevada experiencia en el mercado doméstico de las grandes empresas exportadoras de cuero y calzado o la juventud relativa de las PYMES exportadoras en sectores como bebidas, química y farmacéutica, artes gráficas, metales férricos y no férricos, y otro material de transporte.

Desde el punto de vista financiero, la participación extranjera en empresas exportadoras de gran tamaño alcanza, en promedio, valores alrededor del 60% en sectores como vehículos de motor, caucho y plástico, maquinaria y material eléctrico, informática, electrónica y óptica, y química y farmacéutica. En la industria del mueble y en la fabricación de cuero y calzado, la participación extranjera en grandes empresas exportadoras difiere mucho de la participación extranjera en PYMES exportadoras. Por su parte, las grandes empresas exportadoras disponen, por lo general, de mayores fondos propios para financiar sus actividades, si bien hay excepciones a destacar en los sectores de otro material de transporte, informática, electrónica y óptica, y maquinaria y material eléctrico, entre otros, en los que las PYMES exportadoras dependen en mayor medida de fondos propios. Por el lado de la concentración empresarial, las grandes empresas exportadoras disfrutaban de cuotas significativas en los mercados domésticos a la vez que, en promedio, las PYMES exportadoras declaran mercados atomizados. Finalmente, en el Cuadro 4 se observa que las grandes empresas exportadoras tienden a utilizar, en mayor medida, trabajo cualificado en su estructura productiva y que, en su conjunto, no existe un patrón sistemático en el que se observe un menor uso de la temporalidad por parte de las grandes empresas frente a las PYMES exportadoras, de nuevo, la heterogeneidad sectorial entre grandes empresas y PYMES continúa presente como característica fundamental de la muestra.

11: En este Recuadro, el tamaño empresarial se aproxima por el número de trabajadores. En concreto, una empresa de pequeño y mediano tamaño es aquella que tiene 200 o menos trabajadores y una empresa grande es aquella que tiene más de 200 trabajadores en promedio durante el año correspondiente.

Cuadro 4

Características diferenciales de las empresas exportadoras por sectores manufactureros: grandes empresas vs. PYMEs, 1990-2009

(cálculos elaborados a partir de la mediana de la distribución)	Experiencia (a)	Productividad (b)	Capital físico por empleado (b)	Gastos I+D (c)	Gastos externos en formación (b)	Participación capital extranjero* (d) (%)	Recursos propios (e) (%)	Proporción			Ratio de temporalidad (%)
								Cuota de mercado (%)	ingenieros y licenciados (%)	trabajadores cuello azul (%)	
	Diferencia	Ratio	Ratio	Diferencia	Diferencia	Ratio	Ratio	Diferencia	Diferencia	Diferencia	Ratio
Industria cárnica	20	1,2	0,9	36	29	0,7	1,4	4	0,7	-3,5	1,7
Productos alimenticios y tabaco	10	1,4	1,4	136	68	3,1	0,9	15	0,9	8,0	1,0
Bebidas	37	1,5	1,2	216	208	3,8	1,3	23	0,6	11,3	1,0
Textiles y confección	14	1,1	1,6	48	17	4,4	1,0	6	0,1	-2,9	1,4
Cuero y calzado	32	1,1	1,6	285	0	3,9	1,7	23	0,4	0,6	0,2
Industria de la madera	1	1,1	0,9	19	0	1,3	1,0	10	2,4	1,3	1,0
Industria del papel	11	1,3	2,1	60	90	3,5	1,3	19	0,9	7,4	1,3
Artes gráficas	24	1,4	2,0	0	95	4,8	1,0	11	0,3	1,8	0,7
Química y farmacéutica	20	1,4	1,4	1.236	159	2,1	1,1	6	1,5	17,3	0,9
Productos de caucho y plástico	21	1,1	1,1	243	79	2,9	0,9	17	-0,4	0,4	1,4
Productos minerales no metálicos	15	1,7	2,6	107	75	3,8	1,3	14	0,9	2,9	0,7
Metales férreos y no férreos	15	1,4	3,4	260	126	1,7	1,4	18	0,3	6,9	0,9
Productos metálicos	11	1,2	1,7	178	72	2,3	0,9	15	1,2	2,7	0,9
Máquinas agrícolas e industriales	15	1,2	2,4	387	108	2,2	1,2	10	0,4	1,7	1,8
Informática, electrónica y óptica	9	1,3	1,3	1.556	96	4,9	0,8	10	4,0	16,1	1,2
Maquinaria y material eléctrico	15	1,1	1,8	420	80	3,0	0,9	19	-0,3	-0,1	1,6
Vehículos de motor	12	1,4	1,8	593	93	2,2	1,0	10	0,9	0,3	1,1
Otro material de transporte	23	0,9	1,1	1.397	75	2,4	0,5	0	1,6	6,3	0,4
Industria del mueble	19	1,8	2,5	191	85	1,8	1,2	14	3,4	14,2	0,9
Otras industrias manufactureras	19	1,5	1,5	146	78	4,1	1,2	23	1,2	2,7	1,7

Notas: (a) Diferencia entre el año de establecimiento de la empresa y el año de establecimiento medio muestral del sector, (b) miles de euros por empleado, (c) miles de euros, (d) ratio capital extranjero sobre capital social de la empresa, (e) ratio de fondos propios sobre pasivo; * el estadístico utilizado en los cálculos es la media. Diferencia se calcula como la resta entre el valor del estadístico para las grandes empresas menos el valor del estadístico para las pymes (en la variable Experiencia la diferencia se expresa en valor absoluto); Ratio se calcula como el valor del estadístico para las grandes empresas dividido por el estadístico para las pymes.

Fuente: BBVA Research a partir de ESEE, Fundación SEPI

Una vez analizadas las características heterogéneas que a nivel sectorial presentan las empresas exportadoras de bienes en España, se procede a evaluar el papel relativo que estas características adquieren en la propensión a exportar. La identificación de los determinantes que hacen más probable la exportación es crucial tanto para evaluar el continuo proceso de internacionalización en el que la economía española se embarcó con la entrada en el mercado común como para delimitar el ámbito de actuación de política económica de cara a incentivar tal proceso. El Cuadro 5 presenta la estimación de un modelo probit en el que la propensión a la exportación se capta mediante una variable binaria que toma el valor 1 si la empresa exporta en el ejercicio en curso y 0 si no lo hace¹². Los

resultados cualitativos de esta aproximación a la propensión a exportar señalan que la probabilidad de exportación se eleva con el tamaño de la empresa, los años de experiencia en el mercado doméstico, la ratio de capital físico por trabajador, la actividad en I+D -interna y externalizada-, la utilización de trabajadores de cuello azul, la participación de capital extranjero en el capital social de la empresa, los gastos de publicidad sobre ventas, la diversificación productiva en más de un sector, y la percepción de una situación cíclica expansiva en el mercado principal. Asimismo, la probabilidad de exportar disminuye con la temporalidad del factor trabajo y con la utilización de capital humano no cualificado.

Cuadro 5

Estimación modelo probit de la propensión a exportar de las empresas manufactureras en España, 1990-2009

Pool de observaciones, muestra 1990-2009	Coeficiente	Error estándar (robusto)	p-valor
Tamaño (a)	0,443	0,012	0,000
Experiencia (b)	-0,003	0,001	0,000
Tecnología:			
Ratio capital físico por empleado (a)	0,212	0,012	0,000
Actividad en I+D (c)	0,333	0,038	0,000
Ratio de temporalidad (a)	-0,046	0,013	0,000
Capital humano:			
Proporción de no titulados	-0,002	0,001	0,064
Proporción de trabajadores de cuello azul	0,002	0,001	0,030
Indicadores financieros:			
Participación de capital extranjero (d)	0,005	0,000	0,000
Disponibilidad de recursos propios (e)	-0,001	0,000	0,004
Variables de estrategia:			
Cuota en mercado principal	-0,002	0,001	0,004
Gastos de publicidad sobre ventas (f)	0,013	0,006	0,032
Diversificación productiva (g)	0,067	0,039	0,086
Indicador ciclo doméstico (h)	0,086	0,026	0,001
PRO-MEMORIA:			
Número de observaciones	20774		
Pseudo R2	0,345		
Log pseudolikelihood	-8769		
Wald chi2(66)	5329	Prob>chi2	0,000
Bondad de ajuste (Pearson chi2 test)	30622	Prob>chi2	0,000
Porcentaje de acierto	80,17		

Nota: La estimación por máxima verosimilitud incluye una constante, dummies sectoriales regionales y temporales; (a) en logs; (b) diferencia entre el año de establecimiento de la empresa y el año de establecimiento medio muestral; (c) indicador que toma el valor 1 si la empresa realizó internamente y contrató externamente actividades de I+D durante el año y 0 si no lo hizo; (d) porcentaje de capital extranjero en el capital social de la empresa; (e) porcentaje que suponen los fondos propios sobre el pasivo total de la empresa; (f) gasto en publicidad como porcentaje de las ventas totales; (g) indicador que toma el valor 1 si la empresa tiene diversificación no relacionada (esto es, define más de un producto a 3 dígitos y alguno de éstos están en distinto sector a 2 dígitos) y 0 si no la tiene; (h) indicador que toma el valor 1 si la empresa declara que el dinamismo del mercado principal servido durante el año es expansivo y 0 si no lo es.

Fuente: BBVA Research a partir de ESEE, Fundación SEPI

12: El análisis que se presenta a continuación se enfoca en los determinantes de la probabilidad de exportación para el conjunto de la muestra, por lo tanto, no tiene como objeto la estimación de la probabilidad de transición por parte de la empresa desde un estado no exportador, en $t=0$, a un estado exportador, en $t=1$.

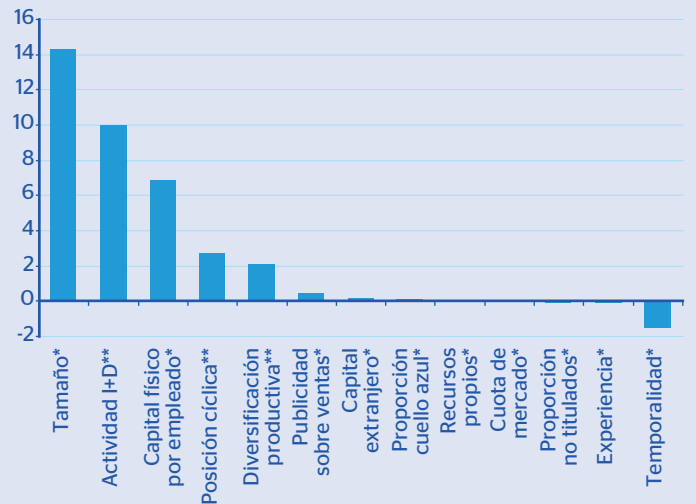
Los efectos cualitativos que la disponibilidad de fondos propios y la cuota de mercado tienen sobre la probabilidad de exportar merecen especial atención. De este modo, los resultados de la estimación revelan que, una vez se controla el efecto del tamaño empresarial sobre la probabilidad de exportar, una mayor cuota en el mercado principal -esto es un menor grado de competencia doméstica- reduce la probabilidad de exportar. Asimismo, una vez controlados los efectos de los demás factores introducidos en la estimación, se observa que una mayor dependencia en los recursos propios para financiar el pasivo empresarial reduce la probabilidad de exportar, resultado éste que estaría en línea con la literatura reciente que enfatiza la existencia e importancia de mecanismos de financiación alternativos y específicos a las empresas exportadoras (Manova (2008) y Chor y Manova (2011)).

Finalmente, el Gráfico 20 presenta los efectos marginales evaluados en la media de los factores subyacentes a la propensión a exportar identificados en el Cuadro 5. De acuerdo con los resultados, el tamaño de empresa es la variable que tiene mayor incidencia sobre la probabilidad de exportar. En concreto, un aumento del 1% en el tamaño empresarial incrementa la probabilidad de exportación un 14,3%. De esta forma, las grandes empresas tenderían a exportar más al encontrarse mejor posicionadas para abordar los costes fijos derivados de la entrada en nuevos mercados (Melitz, 2003). Por su parte, un aumento del 1% en la utilización de capital físico por empleado elevaría la probabilidad de exportación un 6,8% y la reducción de la tasa de temporalidad en un 1% incrementaría la probabilidad de exportación en 1,5%. Con respecto a los indicadores dummies, la realización de actividades de I+D eleva la probabilidad de exportación en 10 puntos porcentuales y la percepción de un mercado principal expansivo lo hace en 2,7 puntos porcentuales. Entre las variables que menor incidencia tendrían sobre la propensión a exportar se encuentran la experiencia, la cualificación de la mano de obra, la disponibilidad de fondos propios y la cuota en el mercado principal.

En resumen, la expansión futura de las exportaciones dependerá, en buena medida, de las políticas económicas que se implementen dirigidas a facilitar la expansión del tamaño empresarial, las actividades vinculadas a la investigación y el desarrollo -internas y externalizadas a instituciones ajenas a la empresa-, la inversión en capital físico y la reducción de la tasa de temporalidad.

Gráfico 20

Efectos marginales de los distintos determinantes sobre la probabilidad de exportación



*: en % ; **: en puntos porcentuales

Fuente: BBVA Research a partir de ESEE, Fundación SEPI

Referencias:

Banco de España (2009), "Determinantes Principales de la Decisión de Exportar de las Empresas Españolas", Boletín Económico de diciembre 2009.

Chor, D. y Manova, K. (2011). "Off the Cliff and Back: Credit Conditions and International Trade during the Global Financial Crisis", *Journal of International Economics*, próxima aparición.

Di Giovanni, J. y Levchenko, A. (2010), "Firm Entry, Trade, and Welfare in Zipf's World", NBER Working Paper 16313.

Manova, K. (2008). "Credit Constraints, Equity Market Liberalizations and International Trade", *Journal of International Economics*, Vol. 76, pág: 33- 47

Melitz, M.J. (2003), "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", *Econometrica*, Vol. 71, pág: 1695-1725.

Recuadro 3. Perspectivas de crecimiento a nivel regional: se mantendrán las diferencias

En el contexto de estancamiento de la economía española, y teniendo en cuenta que éste está vinculado con el comportamiento de la demanda interna, las divergencias que pueden observarse entre comunidades autónomas dependen de dos aspectos fundamentales: en primer lugar, de cuál es el efecto tractor que el sector exterior ejerce sobre su propia actividad y, en segundo lugar, del ajuste interno adicional que tenga todavía que producirse -en qué sectores institucionales y con qué intensidad-, ya que de él se derivará una mayor o menor contracción de la demanda doméstica.

Así, desde el punto de vista regional, las diferencias en la evolución coyuntural en los últimos trimestres, y también la que se espera hacia delante, pueden explicarse de acuerdo con cuatro rasgos fundamentales de su estructura productiva: En primer lugar, el grado de apertura al exterior, y dentro de éste, la mayor o menor orientación hacia mercados emergentes, condiciona el rendimiento que las distintas regiones han sido capaces de aprovechar del crecimiento de la demanda externa. Así, aunque en muchas comunidades se ha podido observar un crecimiento de los flujos comerciales hacia el exterior en la primera parte de 2011, solamente aquellas para las que el sector exterior supone una proporción estructuralmente relevante de su demanda se han visto beneficiadas diferencialmente de este dinamismo. En particular, en la medida que la demanda externa tiene un peso mayor en economías como las del País Vasco, Cataluña, Aragón o Galicia éstas habrían experimentado un crecimiento superior.

De forma análoga, el peso del turismo, y dentro de éste, la mayor o menor orientación hacia el exterior constituye el segundo factor diferencial en el desempeño económico de las comunidades autónomas. En este caso, también las que se han visto beneficiadas diferencialmente son las que mayor orientación tienen hacia el turismo exterior (por este orden Baleares, Canarias, Cataluña y Madrid), mientras que aquéllas donde el grueso del turismo depende de la demanda interna (Valencia o Andalucía) habrían observado un crecimiento sustancialmente menor del sector, consecuente con la debilidad de la demanda interna. Una excepción en este último bloque sería la comunidad autónoma de Galicia, donde el impacto del Xacobeo en 2010 supone que este año, todas las variables del sector experimenten tasas interanuales negativas, dando lugar a una contribución ligeramente negativa del sector. Con todo, incluso en esta comunidad, la caída del 10,9% en la entrada de turistas hasta septiembre se debe al ajuste del comportamiento de los turistas residentes en España (-13,3% en el mismo periodo) frente al práctico estancamiento del turismo proveniente del extranjero (-1,2%) Ello debe ser considerado como un elemento positivo para la economía de Galicia ya que, en cierta medida refleja el aumento estructural de la demanda logrado por esta Comunidad, aunque también es un reflejo de los mercados que más han dinamizado el sector: aquellos más orientados al exterior han obtenido ventajas, y podrían seguir obteniéndolas en 2012.

En la medida en que el motor de la economía seguirá siendo el sector exterior, dicho comportamiento podría reproducirse en 2012, si bien en este caso, las contribuciones podrían ser algo menores, dado el buen comportamiento observado ya en 2011 y las perspectivas de desaceleración de la economía europea.

Por el lado de la demanda interna, las diferencias las marcan los dos factores restantes que se enumeraban previamente. El tercero de estos factores sería la estructura del mercado laboral o, más precisamente, la forma en que sus deficiencias se manifiestan diferencialmente en las distintas regiones españolas. Así, cuanto mayor sea el diferencial en la tasa de paro alcanzada en cada comunidad mayor será la limitación para la generación de renta en un contexto en el que todavía no se vislumbra un crecimiento de la economía suficiente para lograr una generación de empleo que devuelva la confianza, y con prestaciones por el desempleo que tienden al agotamiento, en mayor medida cuanto mayor es el peso del empleo temporal. Las comunidades del sur de España, desde este punto de vista, serían las más perjudicadas, mientras que las del norte, con menor temporalidad y paro, estarían menos expuestas a eventuales recortes adicionales en el consumo.

Finalmente, el cuarto factor diferencial en el comportamiento de las distintas regiones viene marcado por la importancia del sector público autonómico y local dentro de sus estructuras económicas y, en particular, por el distinto nivel de ajuste requerido del sector. Aquellas comunidades que alcanzaron un mayor nivel de deuda y déficit público deben enfrentarse a mayores ajustes. Además, a igualdad de necesidad de ajuste, el impacto es mayor cuanto mayor sea la relevancia del sector público en el valor agregado de la economía y, por tanto, su incidencia en el desempeño de la actividad y del empleo del resto de sectores. Aquellas comunidades que han anunciado ya que no cumplirán con el ajuste este año deberán continuarlos, e incluso acrecentarlos, en 2012, lo que detraerá nuevamente demanda interna. Entre las más afectadas, de acuerdo con la información disponible hasta la fecha, deberían encontrarse a final de año Castilla-La Mancha, Extremadura, Valencia o Cataluña, en este último caso compensando el impacto diferencialmente positivo que obtendría por el sector exterior.

Además de los argumentos anteriores, que son aquellos en los que se han producido más novedades en los últimos meses, otros dos factores con un comportamiento más inercial condicionan también el proceso de ajuste: por un lado, la sobreoferta en el sector inmobiliario, dificulta la posibilidad de observar un crecimiento en la construcción, y cuyo impacto es mayor y será más duradero cuanto más orientada esté dicha vivienda hacia el mercado de segunda residencia. Por el otro, el nivel de apalancamiento del sector privado y, en particular, de las familias, ya que ello supone mayores cargas financieras y, por tanto, menor capacidad para éstas de recuperar su consumo. Las comunidades del Mediterráneo y del sur son las que más sufren estos dos condicionantes.

En síntesis, la difícil coyuntura por la que atraviesa la economía española, sumada a la distinta exposición regional a los factores que están sustentando el avance coyuntural y aquellos que lo están limitando, generan nuevamente una elevada dispersión en las tasas de crecimiento de las economías de las distintas CCAA dentro de España. A pesar de esto, en el escenario central

no se esperan tasas de crecimiento negativas en ninguna comunidad, ni en 2011 ni en 2012, si se cumple la previsión de crecimiento para el conjunto de la economía española y no se materializan los factores de riesgo que actualmente amenazan ese crecimiento.

Cuadro 6
Perspectivas de crecimiento del PIB por CC.AA. (%)

	2011	2012
Andalucía	0,4	0,7
Aragón	0,7	0,8
Asturias	1,0	0,9
Baleares	1,3	1,2
Canarias	1,0	1,0
Cantabria	0,5	0,6
Castilla y León	0,7	0,9
Castilla-La Mancha	0,4	0,5
Cataluña	0,8	0,8
Extremadura	0,8	0,7
Galicia	0,6	1,0
Madrid	1,3	1,4
Murcia	0,6	0,7
Navarra	1,2	1,2
País Vasco	0,9	1,2
La Rioja	1,0	1,1
C. Valenciana	0,7	0,8
España	0,8	1,0

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7
Factores que condicionan las diferencias de crecimiento regional a corto plazo (2011)

	Exceso oferta vivienda	Deuda privada	Desem-pleo	Deuda CC.AA.	Con-solidación pública	Aper-tura exterior
Andalucía		X	X		X	X
Aragón						
Asturias		√				
Baleares		X		X		√
Canarias	X		X			
Cantabria	√					
Castilla y León		√				
Galicia						
Cataluña				X		√
Extremadura	√				X	X
Castilla-La Mancha	X			X	X	X
Madrid					√	
Murcia	X	X	X			
Navarra			√		√	√
País Vasco	√	√	√		√	
La Rioja	X					X
C. Valenciana		X		X		√

Nota: X representa un condicionante negativo y √ uno positivo
Fuente: BBVA Research

Recuadro 4. Sistema Financiero Español: una reestructuración inacabada en un marco europeo más exigente

El sistema financiero español ha cambiado mucho en los últimos dos años. La reestructuración llevada a cabo ha disminuido en gran medida la capacidad instalada, se han realizado importantes saneamientos de las carteras de activos y los balances se han reforzado. Sin embargo, la transformación no ha concluido: aún quedan problemas por resolver.

Liquidez: Un problema que es fundamental resolver

En el período previo al inicio de la crisis actual, la inversión en España fue financiada a través del sistema bancario, que se erigió como captador de los fondos exteriores vía emisiones de deuda y el mercado interbancario. Sin embargo, la obtención de recursos en los mercados mayoristas se ha encarecido y ha quedado restringida a las entidades más solventes. Por su parte, el mercado interbancario disminuyó hasta la admisión de las entidades españolas en los mercados de repos europeos, que hizo que aumentara la liquidez obtenida por esta vía. Sin embargo, esta financiación es de corto plazo y el subyacente de este mercado suele ser deuda pública –principalmente española– a la que se le aplica un *haircut*, que el mercado podría elevar como ocurrió con Irlanda y Grecia.

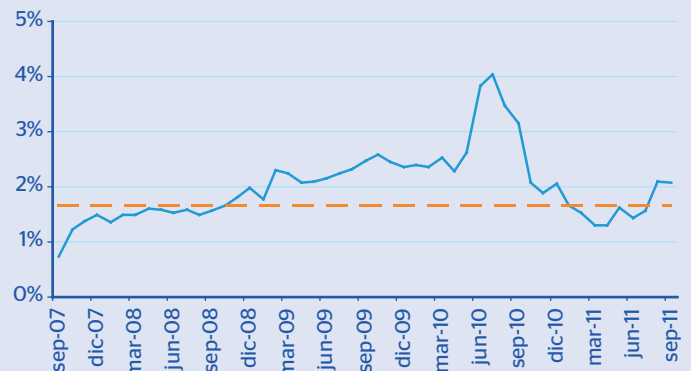
Como consecuencia de la debilidad en estas fuentes de financiación, las instituciones financieras han acudido a la financiación del BCE y a la captación de recursos de los agentes nacionales, que han aumentado sus depósitos y sus compras de deuda bancaria. La liquidez del BCE está asegurada en el corto y medio plazo, pero el excesivo uso de la misma puede generar un efecto estigma. La apelación de las entidades españolas, que alcanzó un 4% de sus activos en el verano de 2010, se ha reducido hasta el 2% actual (15% del total concedido y por encima del 12% que supone la clave de capital española), aunque es previsible que se eleve en los próximos meses. En cuanto a la captación de depósitos, sus altas remuneraciones no son en sí mismas un problema, éste aparece cuando el precio del pasivo es superior a los precios del activo de forma generalizada en un sistema bancario. La guerra de pasivo es un problema de estabilidad financiera, por lo que es importante una supervisión individualizada de la política comercial de las entidades, especialmente de aquellas que han recibido fondos públicos, y una reconsideración de las herramientas utilizadas para desincentivar estas operaciones. El recargo en la contribución al Fondo de Garantía de Depósitos no parece estar siendo suficientemente disuasorio, por lo que deberían considerarse otras medidas de impacto más directo, como la mayor ponderación en los ratios de capital, recientemente adoptada en Portugal.

En la última Cumbre Europea de los Jefes de Estado y de Gobierno se encargó a la Comisión Europea explorar las alternativas para paliar el problema de la financiación a largo plazo, posiblemente vía garantías para las emisiones. En

momentos de incertidumbre, la solución a los problemas de liquidez es una necesidad perentoria.

Gráfico 21

Liquidez BCE. Préstamo neto (% de los activos totales del sistema)



Mayo 2011 está calculado con los activos de abril 2011, último dato disponible
Fuente: BBVA Research

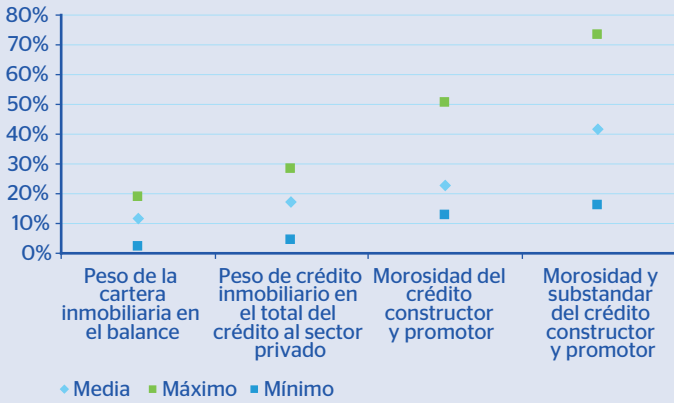
Solvencia: Nuevos requisitos de capital por cumplir

El Banco de España impuso a principios de año un ratio de capital principal mínimo del 8% o del 10%, según las entidades. Todas ellas han logrado ese objetivo a septiembre de 2011, ya sea mediante ampliaciones de capital, la intervención del FROB, la salida a bolsa, la fusión con otra entidad más solvente o la búsqueda de inversores privados. No obstante, la recapitalización impulsada por la Cumbre Europea de los Jefes de Estado y de Gobierno a finales de octubre supone nuevas exigencias para las entidades sistémicas europeas, lo que obliga a las cinco mayores entidades españolas a reforzar su capital de máxima calidad en 26,2 miles de millones de euros (cifra provisional hasta que se revise con los balances de septiembre a mediados de noviembre) para alcanzar un ratio del 9% antes de finales de junio de 2012. Las necesidades españolas suponen un 25% de las europeas, y se deben principalmente al impacto del incremento del ratio mínimo, y no tanto a sus tenencias de soberano. Para cubrir estas necesidades, las entidades han adelantado que no van a necesitar ayuda pública, y que en cambio van a recurrir a métodos como la generación orgánica de capital o la reducción de los riesgos en balance. Previsiblemente, este refuerzo tendrá un efecto positivo sobre la imagen de la banca española.

El ejercicio europeo tiene algunas limitaciones, que se detallan más adelante. En el caso de España, el incremento del capital mínimo per se no es suficiente para afrontar los problemas latentes en los balances de las entidades. El problema en España se concentra en el sector inmobiliario, pero su peso es muy heterogéneo entre entidades (véase Gráfico 22).

Gráfico 22

Características de la cartera inmobiliaria de las entidades españolas. Junio 2011



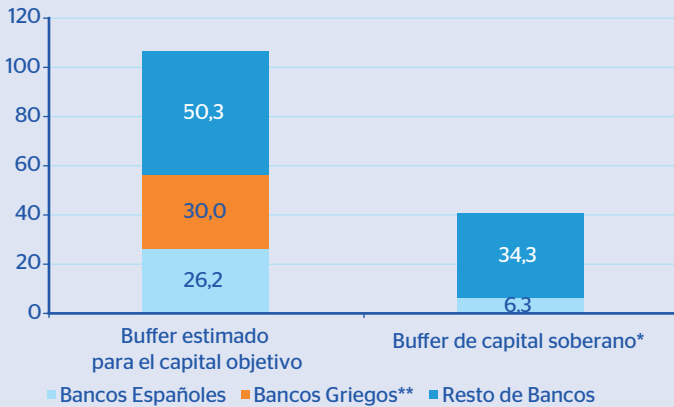
Fuente: BBVA Research a partir de datos individuales

¿Qué se ha decidido en la Cumbre Europea de octubre?

Las decisiones adoptadas en la Cumbre abarcan distintos ámbitos, pero la que más directamente afecta a las entidades españolas es que se exigirá el 30 de junio de 2012 un ratio CT1 mínimo del 9% que incluya una valoración a mercado de la deuda soberana y los créditos concedidos al sector público.

Gráfico 23

Necesidades de capital estimadas (miles de millones de €)



* Es indicativo y podría estar ya cubierto por el capital core tier 1 si el ratio excede 9%.

** No se proporcionó información para los bancos griegos, para evitar conflictos con los pre-acuerdos del programa de UE/FMI

Fuente: EBA

En primer lugar, las autoridades no han tomado medidas contra la percepción de que hay riesgo soberano en todos los países periféricos, que es el problema subyacente. El que persista la idea de que hay riesgo soberano en Italia y España implica que la valoración de los bonos soberanos a los volátiles y procíclicos precios de mercado podría provocar de nuevo un círculo vicioso entre soberanos y bancos. Unas mayores ayudas nacionales podrían llevar a nuevas dudas sobre la situación de los soberanos, y por tanto a exigir

mayores penalizaciones en los bancos que posean deuda soberana en sus balances.

No se ha dado prioridad a la limpieza de los balances frente a la recapitalización, dado que esta última permite que continúe habiendo incertidumbre sobre el tamaño del ajuste necesario. De hecho, los problemas de muchos bancos europeos están relacionados con sus activos en reestructuración (*legacy assets*) o su exposición inmobiliaria, entre otros, que deberían ser provisionados.

La decisión de incrementar el capital mínimo en momentos de dificultades es opuesta al espíritu de Basilea III, que planteaba un calendario de implementación amplio para evitar los efectos pro-cíclicos de esta medida.

Una de las formas que los bancos tienen para limitar sus necesidades de capital es reducir sus activos ponderados por riesgo (APRs) lo que podría implicar recortar el flujo de crédito a la economía real. La declaración de la cumbre recomienda que los bancos no reduzcan el ritmo de concesión, pero las entidades utilizarán todas las herramientas a su alcance.

Además, se puede argumentar que los bancos típicamente minoristas han recibido un trato desfavorable en el ejercicio del EBA respecto de los bancos con una actividad de banca de inversión más potente, ya que la base para exigir el ratio CT1 mínimo son los APRs, cuyo componente más importante es el riesgo de crédito. Esta situación podría conducir a la paradoja de exigir más capital a las entidades que ya cuentan con más capital y que menos expuestas están a los mercados financieros.

Por otro lado, esta exigencia de más capital se solapa con otras nuevas regulaciones. En primer lugar, en el marco de resolución europeo se incluirá la posibilidad de hacer bail-in de ciertos instrumentos en caso de dificultades. Dado que se pretende reabrir los mercados, es importante no solapar estas medidas con otras que pudieran hacer la deuda emitida menos atractiva. En segundo lugar, la medida se solapa con el mayor ratio de capital exigido a las entidades sistémicas (SIFIs) en el último G20, pues las entidades que se ha incluido en el ejercicio son las de mayor tamaño de Europa. Adicionalmente, en el G20 se ha discutido la imposición de un impuesto a las transacciones financieras en Europa, que afecta de nuevo a las mismas entidades.

Por último, el que se computen a valor de mercado las exposiciones soberanas, incluyendo los préstamos, supone una fuente de volatilidad adicional en los balances, y abre la puerta a que una recapitalización vía fondos públicos genere un círculo vicioso entre los problemas de la banca y los soberanos. Si, como es previsible, los gobiernos cumplen sus compromisos, cuando se vuelvan a valorar estas carteras sin haircut las entidades podrían apuntarse ganancias, lo que podría conducir a excesos de capital. Sería deseable que ese exceso se dedicara a limpiar los balances, con la supervisión de las autoridades europeas y nacionales.

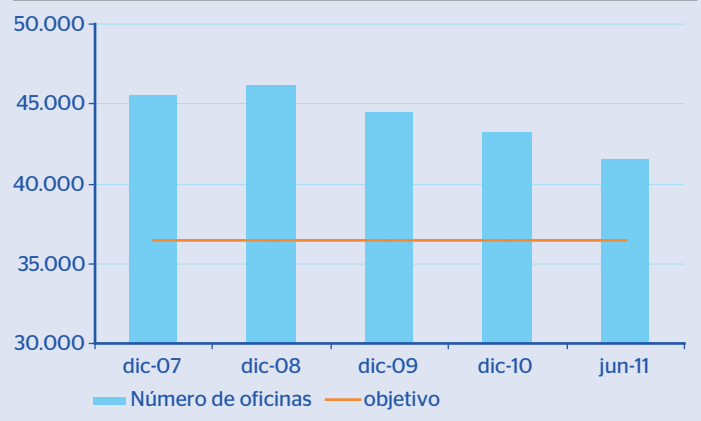
Reestructuración del sistema financiero: ¿por qué no ha finalizado?

El proceso de reestructuración de las entidades españolas aún no ha concluido, pues hay importantes tareas pendientes. Es necesario reducir todavía más la capacidad instalada. Desde el inicio de la crisis el cierre de sucursales es del 11% del total hasta jun-11, lo que supone unas 4 mil oficinas, aunque nuestras estimaciones apuntan a que se necesitaría un 23%, unas 9 mil.

Las pérdidas esperadas netas (no provisionadas) del sistema financiero podrían ascender a más de 60 mil millones de euros, que deberían provisionarse para continuar con la limpieza de los balances. Por otro lado, serían necesarias señales claras de que está mejorando la gobernanza y de que se está sustituyendo a los gestores de las entidades con problemas, eliminando las influencias políticas. El proceso de intervención pública aún no ha concluido, pues la entrada del FROB en las entidades en una peor situación debe acelerar el proceso de saneamiento y venta y aún está pendiente la subasta de la CAM.

Por tanto, aún quedan muchas medidas por tomar. Sería deseable que se acelerara el proceso de limpieza de balances y reducción de la sobrecapacidad. Es imprescindible continuar fomentando la transparencia, dando así confianza a los mercados. En cuanto a la actuación de las autoridades, el FROB debe sustituir a los gestores de las intervenidas y mejorar la gobernanza, y se debe actuar decididamente sobre la guerra de depósitos, especialmente en entidades que han recibido fondos públicos.

Gráfico 24
Número de oficinas



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

4. Cuadros

Cuadro 8

Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas anuales, %)	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	-0,3	-3,5	3,0	1,6	2,3
UEM	0,3	-4,2	1,7	1,7	1,0
Alemania	0,8	-5,1	3,6	2,9	1,2
Francia	-0,2	-2,6	1,4	1,6	1,0
Italia	-1,3	-5,2	1,2	0,7	0,3
España	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1,0
Reino Unido	-0,1	-4,9	3,4	0,9	1,3
América Latina *	5,2	-0,6	6,6	4,5	3,8
México	1,5	-6,1	5,4	3,8	3,3
EAGLES **	6,6	4,0	8,3	6,7	6,5
Turquía	0,7	-4,9	9,2	7,5	4,5
Asia-Pacífico	5,2	4,1	8,0	5,9	6,4
China	9,6	9,2	10,4	9,1	8,6
Asia (exc. China)	2,3	0,8	6,5	3,7	4,9
Mundo	2,8	-0,6	5,1	3,9	4,1

Fecha cierre de previsiones: 4 de Noviembre de 2011

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

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

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	3,6	3,2	3,2	2,8	2,5
UEM	4,0	3,3	2,8	2,7	2,6

Fecha cierre de previsiones: 4 de Noviembre de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos (EUR por USD)	0,68	0,72	0,76	0,71	0,74
UEM	1,47	1,39	1,33	1,40	1,35
Reino Unido	1,82	1,56	1,54	1,60	1,57
China	6,88	6,83	6,74	6,42	6,16

Fecha cierre de previsiones: 4 de Noviembre de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 11

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	0,61	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,31	5,81	6,56	6,81

Fecha cierre de previsiones: 4 de Noviembre de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 12

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

	2008	2009	2010	2011	2012
PIB real	0,3	-4,2	1,7	1,7	1,0
Consumo privado	0,3	-1,2	0,8	0,5	0,7
Consumo público	2,3	2,5	0,5	0,3	0,1
Formación Bruta de Capital	-1,2	-12,0	-1,0	2,4	1,7
Bienes de equipo y otros productos	0,8	-16,2	3,1	5,0	3,0
Construcción	-2,6	-8,7	-4,1	-0,4	-0,4
Vivienda	-5,3	-11,3	-3,6	1,5	-0,1
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	0,3	-3,5	1,0	1,0	0,8
Exportaciones	0,7	-12,9	10,6	6,1	2,5
Importaciones	0,7	-11,7	8,9	4,7	2,1
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,0	-0,7	0,8	0,7	0,3
Pro-memoria					
PIB sin inversión en vivienda	0,6	-3,8	2,0	1,7	1,1
Pib sin construcción	0,7	-3,7	2,4	1,9	1,2
Empleo total (EPA)	0,9	-1,8	-0,5	0,3	0,6
Tasa de Paro (% Activos)	7,6	9,4	10,4	10,6	10,7
Saldo cuenta corriente (% del PIB)	-1,1	-0,8	-0,5	0,0	0,2
Saldo de las AA.PP. (% del PIB)	-2,0	-6,3	-6,2	-4,5	-3,4
IPC media anual	3,3	0,3	1,6	2,6	1,6

 Fecha cierre de previsiones: 4 de Noviembre de 2011
 Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 13

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Actividad					
PIB real	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1,0
Consumo privado	-0,6	-4,3	1,3	0,4	0,5
Consumo público	5,8	3,2	-0,7	-0,3	-2,7
Formación Bruta de Capital	-4,8	-16,0	-7,5	-5,1	-0,6
Bienes de equipo y otros productos	-3,0	-21,2	-2,1	-0,5	2,8
Construcción	-5,9	-11,9	-11,1	-8,7	-3,2
Vivienda	-10,7	-24,5	-16,5	-7,4	0,9
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-0,6	-6,4	-1,1	-1,0	-0,4
Exportaciones	-1,1	-11,6	10,3	10,1	5,1
Importaciones	-5,3	-17,8	5,5	3,0	-0,3
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,5	2,7	1,0	1,8	1,4
PIB nominal	3,3	-3,1	0,8	3,0	3,3
(Miles de millones de euros)	1.088,1	1.053,9	1.062,6	1.094,7	1.130,7
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-0,5	-6,8	-2,3	-1,7	-0,8
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,0	20,1	21,5	22,1
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-0,5	-6,6	-2,4	-1,7	-0,9
Productividad aparente del factor trabajo	1,4	2,9	2,2	2,5	1,9
Precios y costes					
IPC (media anual)	4,1	-0,3	1,8	3,1	1,2
Deflactor del PIB	2,4	0,6	1,0	2,2	2,3
Deflactor del consumo privado	3,5	0,1	2,8	3,6	0,8
Remuneración por asalariado	6,4	4,1	0,7	2,5	3,4
Coste laboral unitario	5,0	1,2	-1,5	-0,1	1,5
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-9,6	-5,2	-4,5	-4,5	-3,0
Sector público					
Deuda (% del PIB)	39,8	53,3	60,1	65,1	67,6
Saldo de las AA.PP. (% del PIB)	-4,2	-11,1	-9,2	-6,5	-4,4
Hogares					
Renta disponible nominal	6,0	1,7	-1,8	0,1	1,7
Tasa de ahorro (% renta nominal)	13,5	18,1	13,1	9,7	10,0

Fecha cierre de previsiones: 4 de Noviembre de 2011

Nota: datos observados y previsiones consistentes con la CNTR en base contable de 2000.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

*Economista Jefe Economías Desarrolladas***Rafael Doménech**

+34 91 537 36 72

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

+34 91 374 39 61

miguel.cardoso@bbva.com

Mónica Correa

+34 91 374 64 01

monica.correa@bbva.com

Juan Ramón García

+34 91 374 33 39

juanramon.gl@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

+34 91 537 37 76

mjimenezg@bbva.com

Félix Lores

+34 91 374 01 82

felix.lores@bbva.com

Leticia Riva

leticia.riva@bbva.com

+34 91 374 62 66

Miguel Pérez

+34 91 374 75 28

m.perezvillaseca@bbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

+34 91 374 58 87

juan.ruiz@bbva.com

Virginia Pou

+34 91 537 77 23

virginia.pou@bbva.com

Pep Ruiz

+34 91 537 55 67

ruiz.aguirre@bbva.com

Camilo Andrés Ulloa

+34 91 537 84 73

camiloandres.ulloa@bbva.com

Sistemas Financieros

Jaime Zurita

+34 91 374 78 65

jaime.zurita@bbva.com

Nuria Cordero

+34 91 374 82 66

nuria.cordero@bbva.com

BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

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

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

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

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: M-31254-2000