

Situación Consumo

Primer semestre 2012
Análisis Económico

- **Europa y España se descuelgan** del crecimiento mundial.
- **El deterioro de sus determinantes anticipa una caída del gasto en consumo**, especialmente de bienes duraderos.
- **La persistencia de las tensiones financieras, el mantenimiento de la morosidad en niveles elevados y la debilidad prevista de la demanda** no auguran una recuperación del crédito al consumo en el corto plazo.
- **El empeoramiento de las expectativas de los hogares** explica la mayor parte de la disminución de la demanda de crédito al consumo durante la crisis actual.

Índice

1. En resumen.....	3
2. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	5
3. Coyuntura de los bienes duraderos.....	11
4. Financiación al consumo.....	21
Recuadro 1. Efectos del desapalancamiento sobre el consumo de los hogares.....	23
Recuadro 2. Determinantes de la demanda de crédito al consumo.....	26
5. Análisis de la situación económica del comercio al por menor mediante la encuesta BBVA de tendencias de negocio: efectos de la nueva ley de contratos de crédito al consumo.....	28

Fecha de cierre: 25 de mayo de 2012

1. En resumen

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial apenas han cambiado durante los últimos meses, pero el recrudecimiento de la crisis europea sesga los riesgos a la baja. Así, los países emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento con los desarrollados, contribuyendo en un 80% al crecimiento global en el 2012 (3,6%) y el 2013 (4,0%). El repunte de Japón y el dinamismo moderado de EE.UU. contrastan con la atonía de la UEM, en donde los avances en la resolución del problema de sostenibilidad de la deuda griega, en la construcción de cortafuegos creíbles alrededor de los países solventes pero con problemas de liquidez y en la implantación de una mayor unión fiscal no han sido lo suficientemente contundentes o siguen estando condicionados por incertidumbres en su ejecución. La complacencia de los gobiernos europeos y las dudas sobre la eficacia de las medidas adoptadas han supuesto la desaparición del efecto positivo de la inyección de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) en los primeros meses del 2012 sobre las primas de riesgo.

En este contexto de crecimiento heterogéneo, incertidumbre y agravamiento de la situación económica en Europa, la economía española entró en recesión al haberse contraído un 0,3% en el último trimestre del 2011 y el primero del 2012. A pesar de que el empleo continuó disminuyendo, el gasto en consumo de los hogares se estancó entre enero y marzo del año en curso después de la caída registrada en el 4T11 (-1,0% t/t). El comportamiento menos desfavorable de la renta disponible -causado por la evolución positiva del componente salarial- y la probable disminución del ahorro compensaron el deterioro del componente no salarial -provocado, entre otros motivos, por el aumento de la presión fiscal- y de los restantes determinantes del consumo, principalmente, la riqueza financiera.

La demanda de bienes duraderos continuó descendiendo durante el 1T12, pero a un ritmo ligeramente inferior al registrado en el 4T11, lo que contribuyó a ralentizar el deterioro del consumo en el inicio del año en curso. En particular, las cifras corregidas de variaciones estacionales y cambios de calendario (cvec) muestran que el número de turismos matriculados creció un 5,5% t/t entre enero y marzo del año en curso tras haberse reducido durante el segundo semestre del 2011. La renovación de flotas llevada a cabo por las compañías alquiladoras explica la dinámica reciente de las matriculaciones dado que el canal particular continúa deprimido. De hecho, la finalización de la Semana Santa provocó un desplome de las matriculaciones de alquiladoras en el mes de abril, lo que unido al retroceso persistente de la demanda de particulares y empresas, originó una caída del 14,7% m/m cvec de las ventas el pasado mes. En este contexto, las previsiones de BBVA Research apuntan a una disminución trimestral cercana al -9,5% cvec entre abril y junio, lo que situaría el número de turismos matriculados en el entorno de las 750 mil unidades en el conjunto del 2012.

Una de las consecuencias de la contracción del consumo de turismos durante el ciclo recesivo actual es el envejecimiento del parque. Los datos indican que el porcentaje de turismos de menos de 5 años de antigüedad disminuyó desde el 29,1% en el 2006 hasta el 16,6% a finales del 2011. En contraposición, aumentó casi 10 puntos el peso de los automóviles entre 8 y 14 años y 2 puntos el de los de más de 20 años. Estos cambios en la distribución de turismos han provocado que el envejecimiento del parque español converja al promedio de las economías de nuestro entorno. Del mismo modo, el dinamismo de la demanda de vehículos de ocasión (VO) contribuyó a que las ventas de automóviles de segunda mano dupliquen a las de nuevos, situando la ratio VO/VN en línea con lo observado en Alemania (1,8), Italia (2,1) o Francia (2,3).

Por su parte, la caída de las adquisiciones de ciclomotores y motocicletas continuó durante el último trimestre del 2011 y el primero del 2012. Las causas de la disminución de la demanda de vehículos de dos ruedas hay que buscarlas en la debilidad de sus determinantes -principalmente, de la renta disponible de los compradores potenciales ante el empeoramiento de la situación del mercado laboral- y en el incremento de la aversión al riesgo, que pospone las decisiones de compra reduciendo el consumo presente de bienes duraderos. Adicionalmente, las modificaciones del Reglamento General de Conductores -en particular, el aumento de la edad de obtención del permiso AM hasta los 15 años y la incertidumbre asociada al permiso A2- han contribuido a contraer

las ventas de motocicletas y, sobre todo, de ciclomotores. Teniendo en cuenta que la caída de las matriculaciones se ralentizó en el 1T12 y dadas las previsiones de BBVA Research para el resto del año, el número de motocicletas matriculadas en el 2012 podría situarse en torno a las 100 mil unidades.

La demanda de mobiliario tampoco contribuyó positivamente al gasto en consumo durante el 4T11 y el 1T12, neutralizando la débil recuperación iniciada durante el primer semestre del pasado año. La facturación del sector del mueble se encuentra estrechamente relacionada con el volumen de exportaciones y con la demanda de vivienda. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research indican que una disminución puntual de las exportaciones nominales de muebles en un 1% t/t provoca *-ceteris paribus-* una caída de la cifra de negocios del sector en torno al 0,7% t/t. El efecto acumulado de una reducción de la inversión nominal en vivienda es ligeramente inferior (un 0,6% t/t). El ajuste inmobiliario también repercute negativamente sobre el consumo de electrodomésticos, acelerando el proceso de reestructuración del sector. Según los datos de la Asociación Nacional de Fabricantes de Electrodomésticos de Línea Blanca (ANFEL), el número de unidades vendidas disminuyó un 12,0% y la facturación un 14,9% en los cuatro primeros meses del 2012 en relación con el mismo periodo del año anterior, tras haber descendido un 11,2% y un 14,4%, respectivamente, en el 2011. Por último, la demanda doméstica de equipamiento TIC y artículos de electrónica de consumo ha continuado deprimida durante los últimos meses del 2011 y los primeros del 2012 cuando se excluyen los cambios por motivos estacionales. Las ventas al por menor de equipamiento tecnológico cayeron un 2,5% cvec entre el 4T11 y el 1T12, mientras que las de electrónica de consumo lo hicieron un 8,5% cvec, agravando la disminución registrada durante la segunda mitad del 2010 y primera del 2011. Con todo, las perspectivas para el segundo y tercer trimestres son favorables debido al previsible aumento de la demanda asociado a la celebración de la Eurocopa de fútbol durante el mes de junio y de los JJ. OO. de Londres en la primera quincena de agosto.

El crédito juega un papel relevante como determinante de la demanda de bienes duraderos. Al respecto, la persistencia de las tensiones financieras, la reestructuración de una parte del sistema bancario español y la debilidad de la demanda interna han condicionado la financiación al consumo. A finales del 1T12, el crédito concedido a las familias para consumo y otras finalidades -excepto vivienda- descendió un 15,3% interanual, situando el saldo vivo en niveles de finales del 2004. El proceso de desapalancamiento en el que se encuentran los hogares -con efectos persistentes sobre el gasto (véase el Recuadro 1)- ha supuesto una caída de la ratio de crédito al consumo sobre PIB de 3,9 puntos porcentuales (pp) desde el 2007, situando el nivel de endeudamiento de las familias españolas en bienes y servicios para consumo por debajo de la media europea. Según los datos de la Encuesta de Tendencias de Negocio BBVA, el deterioro de la financiación al consumo se explica, sobre todo, por una disminución generalizada de la demanda. Los resultados del modelo de demanda de crédito al consumo presentado en el Recuadro 2 muestran que el empeoramiento de las expectativas de los hogares -recogidas en la evolución de la tasa de desempleo de la economía- explica en torno al 80% de la caída de la demanda de crédito al consumo durante la crisis actual.

Las perspectivas a medio plazo apuntan a una contracción del gasto en consumo durante el resto del año en curso (-2,0%) y la primera mitad del próximo (-0,9%) provocada por el deterioro esperado de sus determinantes. Así, la destrucción prevista de empleo provocará una disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de los hogares. Adicionalmente, el incremento de la presión fiscal como consecuencia de la necesidad de satisfacer los objetivos de déficit público reducirá el componente no salarial a pesar del posible repunte transitorio que pueda experimentar el volumen de prestaciones por desempleo. Por su parte, la riqueza financiera neta no se recuperará hasta el 2013, mientras que la inmobiliaria continuará cayendo durante todo el horizonte de predicción. Por el contrario, la reducción de la tasa de ahorro de los hogares hasta niveles inferiores a los registrados durante el ciclo precedente, la ausencia de presiones inflacionistas de demanda y el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos acotarán la contracción del consumo privado durante el próximo bienio a pesar de la continuación del proceso de desapalancamiento.

2. Perspectivas de crecimiento de la economía española

El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Sin embargo, los riesgos están sesgados a la baja

Tras la desaceleración gradual del 2011, la economía global está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre del 2012 haya sido mayor que en el precedente por la mayor contribución de Asia (excepto China) y América Latina, y el sostenido -pero modesto- dinamismo de los Estados Unidos. En los próximos trimestres, el crecimiento mundial previsiblemente continuará acelerándose, superando el 1% trimestral a finales del 2012. Sin embargo, esta recuperación seguirá siendo heterogénea, lo que incrementará la divergencia en tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte experimentado tras los desastres naturales en Tailandia y Japón, que afectaron a las cadenas de suministro regionales, y la reversión parcial de las políticas restrictivas aplicadas hasta mediados del 2011. EE.UU. continuará exhibiendo tasas de crecimiento en torno al 0,6% t/t en el 2012 y el 2013 que, en todo caso son significativamente inferiores a las registradas en recuperaciones anteriores. Por el contrario, la actividad se estancará en la UEM debido al deterioro cíclico de los países periféricos provocado por una consolidación fiscal agresiva y unas tensiones financieras persistentemente elevadas. Como resultado, esperamos un crecimiento mundial del 3,6% en el 2012 y del 4,0% en el 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (véase el Gráfico 1). Sin embargo, este escenario está condicionado por la evolución de la crisis en Europa, por lo que los riesgos están todavía sesgados a la baja.

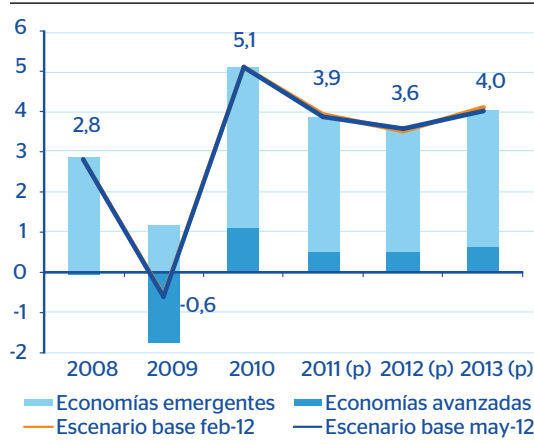
En este contexto, la política monetaria en las economías avanzadas seguirá siendo acomodaticia durante un periodo prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad en el medio y largo plazo. En los países emergentes, los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte, presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna.

Europa necesita una hoja de ruta para salir de la crisis

En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay numerosas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos de los agentes privados, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo como consecuencia, entre otros factores, de la fatiga reformadora y de una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se ha avanzado en la implementación de un cortafuegos que aisle a Grecia con la aprobación del Mecanismo de Estabilización Europeo (MEDE), cuya capacidad para otorgar nuevos préstamos asciende a 500 mil millones (mM) de euros, lo que se añade a los 200mM ya comprometidos por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, al menos por cuatro motivos. En primer lugar, porque las necesidades de financiación de España e Italia durante los próximos tres años son superiores a esa cifra. En segundo lugar, por la presunción de que los préstamos del MEDE tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. En tercer lugar, no está claro qué parte del aumento de los recursos del Fondo Monetario Internacional (FMI) por 430mM de dólares (aproximadamente, 330mM de euros) podría utilizarse para ayudar a países europeos. Por último, el tratado fiscal europeo, pendiente de aprobación nacional, compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores que el 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en "circunstancias excepcionales" podría interpretarse como una relajación de los objetivos que podría dificultar la

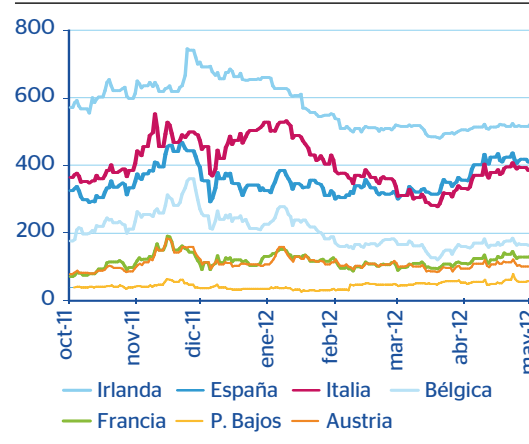
implementación de acciones más enérgicas por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta lo suficientemente clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa (diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudecimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa del riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (véase el Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados: (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudan de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temen los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, las primas de riesgo han vuelto a incrementarse rápidamente en Italia y España; en éste último caso, superando los niveles alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre del 2011.

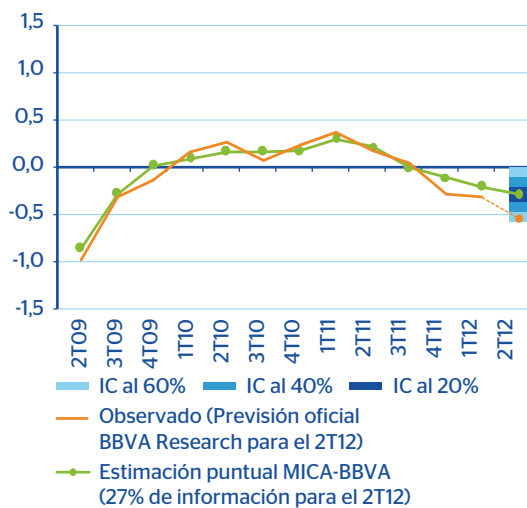
El efecto transitorio de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento dan lugar a dos conclusiones. En primer lugar, que las acciones del BCE sólo pueden solucionar las dificultades de corto plazo, ganando tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto significa que no se debería discutir todavía acerca de posibles estrategias de salida para el BCE, pero también que deben acelerarse las reformas económicas al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro mediante un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, que es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada, concentrándose en objetivos de déficit estructural –en consonancia con el espíritu del tratado fiscal– y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

Se mantiene nuestro diagnóstico sobre la economía española a pesar de que se han despejado algunas dudas inherentes a la política económica

Durante los últimos meses, la incertidumbre que pesaba sobre algunos de los factores que condicionaban la evolución de la economía española ha disminuido. En Europa, los datos macroeconómicos evidencian un deterioro de la economía real algo menos pronunciado de lo que se anticipaba. A su vez, la prolongación del tono acomodaticio de la política monetaria y de las medidas no convencionales de liquidez llevadas a cabo por el BCE, junto con los paulatinos avances en la gobernanza, la reestructuración de la deuda griega y, finalmente, los esfuerzos de consolidación fiscal y la puesta en marcha de reformas estructurales en algunos de sus Estados miembros, contribuyeron a moderar temporalmente la inestabilidad en los mercados de deuda soberana, aunque no a eliminarla completamente. En el entorno doméstico, la incertidumbre sobre la política económica también ha disminuido, como reflejan la adopción de medidas que aumentan la credibilidad sobre el cumplimiento de los objetivos fiscales, la aprobación de una reforma laboral ambiciosa y el anuncio de una nueva reforma del sector financiero.

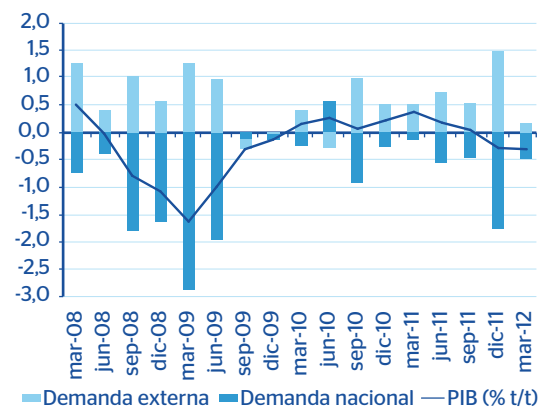
A pesar de lo anterior, se mantiene nuestro diagnóstico sobre la precariedad de los fundamentales de la economía española. Tras el retroceso registrado en el trimestre precedente, la actividad volvió a contraerse un 0,3% en el 1T12, lo que supone la entrada en recesión técnica. Así, la evolución coyuntural entre enero y marzo se situó en línea con nuestras expectativas, que ya de forma temprana alertaban que el crecimiento para el conjunto del trimestre se situaría en terreno negativo, y que nuevamente advierten de un incremento en la probabilidad de que se vuelva a producir un deterioro de la actividad durante el trimestre actual (véase el Gráfico 3). Adicionalmente, el desglose de los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 1T12 confirmó que, en línea con nuestras previsiones, la composición del crecimiento continúa estando marcada por el avance de la demanda externa neta y la contribución negativa de la demanda interna, si bien de una forma menos acusada que lo observado en el trimestre precedente (véase el Gráfico 4).

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Hacia delante, el empeoramiento de los determinantes de la evolución de la economía española hace prever que el tono recesivo probablemente se prolongará hasta finales del año y que la recuperación a partir del 2013 será lenta, con tasas de crecimiento del PIB positivas, pero moderadas. Sin embargo, es necesario volver a resaltar que, en todo caso, los riesgos se encuentran concentrados a la baja y, dadas las necesidades de financiación externa de la economía española, el contexto actual supone un incremento de la probabilidad de escenarios de riesgo.

Empezando por los factores externos que condicionan la evolución de la economía española, la inestabilidad en los mercados de capitales y de deuda soberana en Europa seguirá pesando sobre el coste de financiación a medio y largo plazo, aunque la política monetaria y las medidas no convencionales de liquidez del BCE previsiblemente continuarán actuando como contrapeso en el corto plazo. Asimismo, las perspectivas de contracción de la economía europea limitarán el crecimiento de la demanda externa, a pesar de que dicha contracción será algo menor de lo que se esperaba a finales del 2011 y que el crecimiento global, junto con un euro algo más débil, actuarán como soporte.

A los anteriores se suma el reciente incremento de los precios del petróleo, que supone una presión adicional a la baja sobre el crecimiento y al alza sobre la inflación. No obstante, ante la ausencia de tensiones inflacionistas de demanda interna en el conjunto de la UEM, no se espera una reacción contractiva de la política monetaria ante la mayor inflación importada, lo que unido a la naturaleza transitoria del *shock*, acotará significativamente el impacto sobre el crecimiento de la economía española. En particular, si bien es cierto que dentro de las causas que subyacen al episodio actual se encuentra la restricción sobre la oferta por el recorte parcial del suministro de crudo de Irán, también se observa una presión alcista en la demanda, tanto por motivos precautorios ante el aumento de la incertidumbre, como por unas expectativas de crecimiento elevado en las economías emergentes. Así, mientras que el impacto sobre la inflación será sustancial, el último factor mencionado compensará, al menos parcialmente, el efecto negativo sobre el PIB¹.

En el plano doméstico, el principal factor que incide sobre nuestro escenario es la continuidad de la corrección de los desequilibrios acumulados antes y durante la actual crisis económica que, en suma, suponen un lastre significativo sobre el crecimiento. La política fiscal mantendrá un tono contractivo, cuyos efectos no podrán ser contrarrestados por una demanda doméstica privada que sigue lastrada por el proceso de desapalancamiento y la debilidad de sus fundamentales.

Como se descontaba en el último número de Situación España², el Gobierno ha presentado las medidas discrecionales necesarias para corregir la desviación de la senda de consolidación fiscal registrada en el 2011 que, a la luz del escenario macroeconómico, se saldará con la reducción del déficit de 3,6pp hasta el 5,3% del PIB durante el presente año. Aunque las medidas anunciadas sugieren que el ajuste fiscal del conjunto de AA.PP. es factible, que los objetivos del Estado son creíbles y que los últimos planes presentados por las CC.AA. recogen actuaciones concretas, existe incertidumbre acerca de la suficiencia de estas últimas para alcanzar la meta de déficit. La magnitud de la desviación del objetivo de déficit del 2011 y el posible impacto del ciclo sobre las cuentas autonómicas podrían hacer necesarias medidas adicionales a las ya contempladas. Las dudas sobre el tamaño de la consolidación fiscal en el 2012, su velocidad de implementación y el coste final de la reforma del sistema financiero han redundado en una diferenciación negativa de la deuda pública española. Ello limita la mejora en la confianza que puedan provocar los anuncios de política económica, intensificando el impacto negativo del ajuste fiscal sobre la economía. Asimismo, la composición de las medidas presupuestarias que han sido anunciadas se concentra, de forma más pronunciada a lo que anticipábamos, en la imposición directa y en el gasto en inversión, lo que no contribuirá a minimizar el impacto negativo del ajuste.

1: Los detalles sobre el VAR estructural con restricciones de signo del que se derivan las previsiones del impacto del incremento del precio del petróleo sobre la economía española pueden encontrarse en el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre del 2011, disponible en: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf?ts=1742012.

2: Véase el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre del 2012, disponible en: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1205_Situacionespana_tcm346-326621.pdf?ts=2452012.

A pesar de lo anterior, existen elementos de carácter doméstico que pueden influir positivamente sobre nuestro escenario. En primer lugar, y en lo que respecta al corto plazo, el Gobierno central ha puesto en marcha el programa de pago a proveedores de las comunidades autónomas y corporaciones locales, que movilizará recursos en torno al 2,5% del PIB. Dicho programa de inyección de liquidez tendrá un impacto positivo en la actividad, aunque su magnitud final dependerá del porcentaje de las obligaciones que ya haya sido descontado por los acreedores, así como de su grado de liquidez³. En segundo lugar, la reforma del mercado de trabajo, aprobada en febrero⁴, podría facilitar el necesario reequilibrio entre el ajuste del margen extensivo (empleo) y el intensivo (horas de trabajo y remuneración) y reducir la segmentación si se ejecuta de forma inmediata y efectiva, si bien no evitará que la economía continúe destruyendo empleo en el corto plazo⁵. De este modo, se sientan las bases para que se produzca una recuperación más robusta en el medio plazo e incrementar el crecimiento potencial de la economía en el largo plazo⁶.

Una vez descontados los anteriores factores se prevé que la economía española registre una contracción del PIB en torno al -1,3% para el conjunto del 2012. Asimismo, se espera que el avance coyuntural se salde con un crecimiento moderado en el 2013, próximo al 0,6% (véase el Cuadro 1). A pesar de la reforma laboral, las perspectivas de contracción de la economía provocarán un deterioro adicional del mercado de trabajo durante el año actual: el empleo disminuirá durante el 2012 y la primera mitad del 2013, lo que provocará un repunte de la tasa de desempleo, que se situará en el entorno del 25% a pesar de la caída esperada de la población activa.

En lo que respecta a la composición del crecimiento, los factores contemplados en nuestro escenario económico 2012-2013 suponen, en balance, una presión a la baja tanto para la demanda externa como, sobre todo, para la demanda interna y las importaciones. En lo que respecta al consumo privado, la degradación prevista de sus determinantes anticipa una caída del gasto durante todo el 2012 y la primera mitad del 2013. Así, el deterioro del empleo provocará una disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de los hogares. Adicionalmente, el incremento de la presión fiscal como consecuencia de la necesidad de satisfacer los objetivos de déficit público reducirá el componente no salarial a pesar del posible repunte transitorio que pueda experimentar el volumen de prestaciones por desempleo. Por su parte, la riqueza financiera neta no se recuperará hasta el 2013, mientras que la inmobiliaria continuará cayendo durante todo el horizonte de predicción. Por el contrario, la reducción de la tasa de ahorro de los hogares hasta niveles inferiores a los registrados durante el ciclo precedente, la ausencia de presiones inflacionistas de demanda y el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos acotarán la contracción del consumo privado durante el próximo bienio.

3: Véase el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012.

4: Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral, disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2012/02/11/pdfs/BOE-A-2012-2076.pdf>.

5: Las rigideces a las que se enfrentan empresas y trabajadores para modificar sus condiciones de trabajo –en particular, la jornada– han provocado que el ajuste en el mercado laboral español se concentre en el empleo en lugar de hacerlo en el número de horas trabajadas. Véase el número de febrero de 2012 de Situación España, disponible en: http://www.bbva.com/bbva-research/KETD/fbin/mult/1202_Situacionespana_tcm346-286235.pdf?ts=942012.

6: En el Recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012 se realiza una evaluación de la reforma laboral y se sugieren algunas líneas de mejora y medidas complementarias.

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	2008	2009	2010	2011	2012 (p)	2013 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,0	-2,3	0,6	-0,7	-3,6	-2,1
G.C.F Privado	-0,6	-4,3	0,8	-0,1	-2,0	-0,9
G.C.F Hogares	-0,6	-4,4	0,7	-0,14	-2,0	-0,9
G.C.F AA.PP	5,9	3,8	0,2	-2,2	-8,0	-5,6
Formación Bruta de Capital	-4,2	-16,4	-6,0	-5,2	-7,5	-1,0
Formación Bruta de Capital Fijo	-4,7	-16,5	-6,2	-5,1	-7,4	-1,0
Activos Fijos Materiales	-5,0	-17,1	-6,3	-5,4	-7,8	-1,2
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-2,8	-22,0	5,3	1,5	-4,5	2,9
Equipo y Maquinaria	-3,1	-22,6	5,5	1,6	-4,6	2,8
Construcción	-5,7	-15,4	-10,1	-8,1	-9,2	-3,2
Vivienda	-9,1	-22,0	-9,8	-4,9	-6,6	-1,6
Otros edificios y Otras Construcciones	-1,6	-7,7	-10,4	-11,2	-11,8	-4,9
Activos Fijos Inmateriales	2,4	-3,9	-4,8	0,0	-2,3	2,4
Demanda nacional (*)	-0,5	-6,5	-1,0	-1,8	-4,5	-1,8
Exportaciones	-1,0	-10,2	13,5	9,1	4,0	8,9
Importaciones	-5,1	-16,9	8,9	-0,1	-6,2	1,6
Saldo exterior (*)	1,4	2,8	0,9	2,5	3,1	2,4
PIB pm	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Pro-memoria						
PIB sin inversión en vivienda	2,3	-1,5	0,8	1,2	-0,9	0,7
PIB sin construcción	2,8	-0,8	2,0	2,3	0,0	1,1
Empleo total (EPA)	-0,5	-6,8	-2,3	-1,9	-4,6	-2,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	11,3	18,0	20,1	21,6	24,6	24,8
Empleo total (e.t.c.)	-0,2	-6,4	-2,6	-2,0	-4,3	-2,0

 (*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research a partir de INE

3. Coyuntura de los bienes duraderos

A pesar de que los indicadores parciales sugerían un empeoramiento durante el inicio del año 2012 (véase el Cuadro 2), el gasto en consumo de los hogares en España se estancó en el primer trimestre tras haberse desplomado durante el cuarto del 2011. El comportamiento menos desfavorable de la renta disponible -causado por la evolución positiva del componente salarial - y la probable disminución del ahorro compensaron el deterioro del componente no salarial⁷-provocado, entre otros motivos, por el aumento de la presión fiscal- y de los restantes determinantes del consumo, principalmente, la riqueza financiera. El estancamiento trimestral del gasto en consumo implicó una disminución del 0,6% en términos interanuales, tal y como sugerían el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) y el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA⁸ (MICC-BBVA) (véase el Gráfico 5).

Cuadro 2

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

% t/t	Disponibilidades de bienes de consumo	Matriculaciones de turismos		Ventas interiores de grandes empresas	Índice de cifra de negocios del sector servicios	Comercio al por menor	Consumo CNT
		Totales	Particulares				
1T10	-2,7	0,7	1,5	0,5	-0,2	1,6	-0,1
2T10	3,4	1,6	3,7	2,0	2,3	-1,4	0,9
3T10	-5,4	-32,1	-48,1	-6,0	-2,5	-2,0	-0,7
4T10	-0,8	1,9	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,7
1T11	1,3	3,4	-1,8	-0,8	0,3	-2,1	-0,5
2T11	-1,3	3,3	-0,4	-0,3	0,0	-1,1	0,2
3T11	0,4	-7,8	-4,2	0,1	0,1	-1,3	0,2
4T11	-1,0	-2,6	-2,7	-2,3	-2,9	-2,2	-1,0
1T12	-3,8	5,5	-2,6	-0,3	-0,7	-0,9	0,0

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

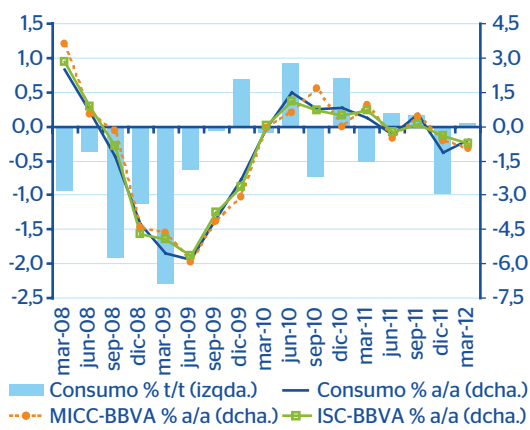
A diferencia de lo sucedido en el año 2010 y el primer semestre del 2011, la demanda externa acompañó a la interna en su caída durante el 4T11. Como refleja el Gráfico 6, el comportamiento decepcionante de las exportaciones de duraderos -que disminuyeron un 11,9% t/t cvec entre septiembre y diciembre del 2011 debido al deterioro de la economía europea- explica gran parte de la contracción de las ventas exteriores de bienes. En el primer trimestre del año actual, la demanda externa -principalmente, de bienes- experimentó una recuperación leve a pesar de que las exportaciones de duraderos volvieron a caer, en esta ocasión un 4,1% t/t cvec.

7: Nótese que la remuneración real por asalariado creció un 0,8% t/t en el 1T12 tras haber registrado una contracción del 0,3% t/t en el 4T11.

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

Gráfico 5

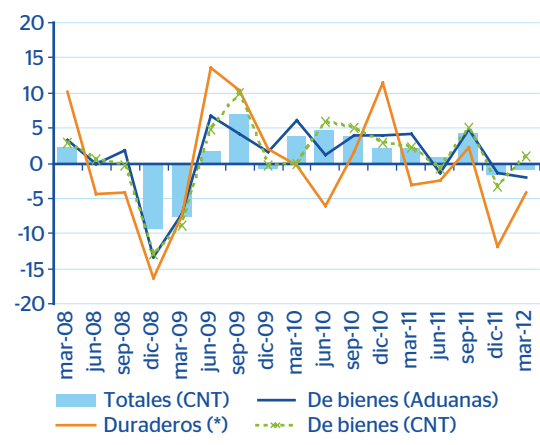
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

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



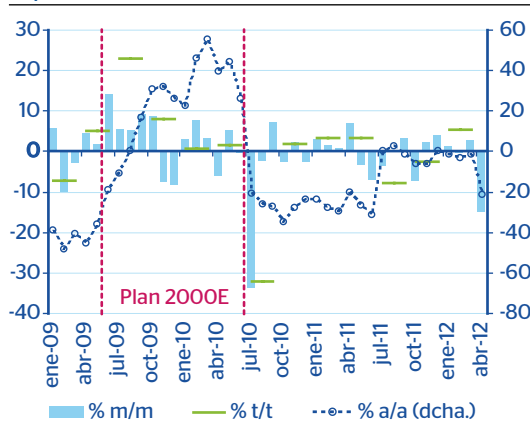
(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Demanda de turismos

Tras un segundo semestre del 2011 caracterizado por la reducción del número de turismos matriculados (-7,8% t/t cvec en el 3T11 y -2,6% t/t cvec en el 4T11), las ventas crecieron un 5,5% t/t cvec entre enero y marzo del 2012 impulsadas por la renovación de flotas llevada a cabo por las compañías alquiladoras (véanse los Gráficos 7 y 8). Así, las matriculaciones realizadas por alquiladoras representaron un 21,4% del total de turismos matriculados en el 1T12 cuando se excluyen los cambios por motivos estacionales, 4,5pp más que en el 4T11. La finalización de la Semana Santa provocó un desplome de las matriculaciones de alquiladoras en el mes de abril, lo que unido al retroceso persistente de la demanda de particulares y empresas -causado por el deterioro de sus fundamentales y el aumento de la incertidumbre- originó una caída del 14,7% m/m cvec de las ventas el pasado mes. En este contexto, las previsiones de BBVA Research apuntan a una disminución trimestral cercana al -9,5% cvec entre abril y junio, lo que situaría el número de turismos matriculados en el entorno de las 750 mil unidades en el 2012.

Gráfico 7

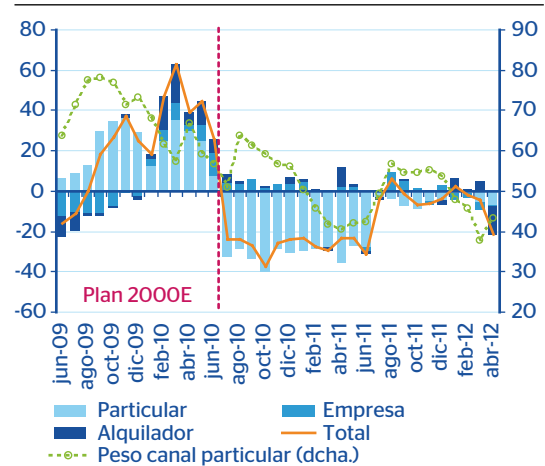
España: matriculaciones de turismos (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y GANVAM

Gráfico 8

España: contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de las matriculaciones de turismos (%)



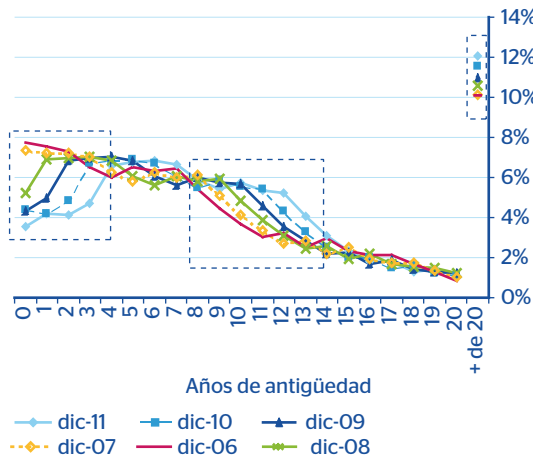
Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y GANVAM

Una de las consecuencias de la contracción de las ventas de turismos durante el ciclo recesivo actual es el envejecimiento del parque. El Gráfico 9 muestra como la distribución del parque por antigüedad se ha desplazado hacia la derecha en el último quinquenio. Así, se observa que el porcentaje de turismos de menos de 5 años disminuyó desde el 29,1% en el 2006 hasta el 16,6% a finales del 2011. En contraposición, aumentó 9,6pp el peso de los automóviles entre 8 y 14 años. Por último, destaca el incremento del número de turismos con más de 20 años de antigüedad, que rozaba los 2,7 millones en el 2011 (el 12,1% del parque), 563 mil más que en diciembre del 2006.

¿Tiene España un parque de turismos comparativamente envejecido? Los datos del Gráfico 10 indican que el porcentaje de automóviles con más de 10 años de antigüedad en España (el 39,6% en 2011) se sitúa en el promedio de las economías de nuestro entorno, lejos de las cifras de Reino Unido (27,1%) -país con una tasa de reposición del parque tradicionalmente elevada- pero también de las de los países nórdicos (por encima del 40%) -con un modelo de movilidad caracterizado por la menor intensidad de utilización del automóvil- y de Portugal (46,9%) y Grecia (48,4%), economías intervenidas con una demanda interna deprimida.

Gráfico 9

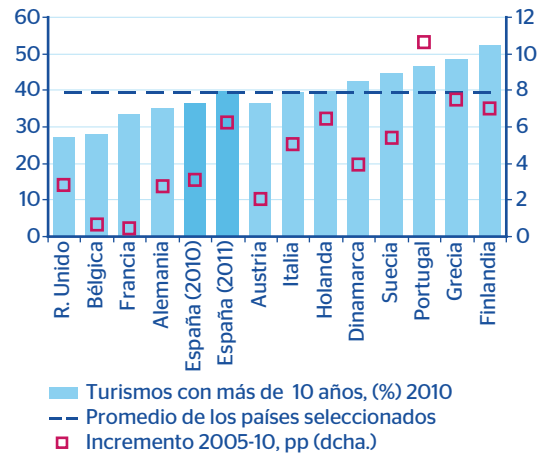
España: distribución del parque de turismos por antigüedad (% sobre el parque total)



Fuente: BBVA Research a partir de DGT

Gráfico 10

Parque de turismos con más de 10 años

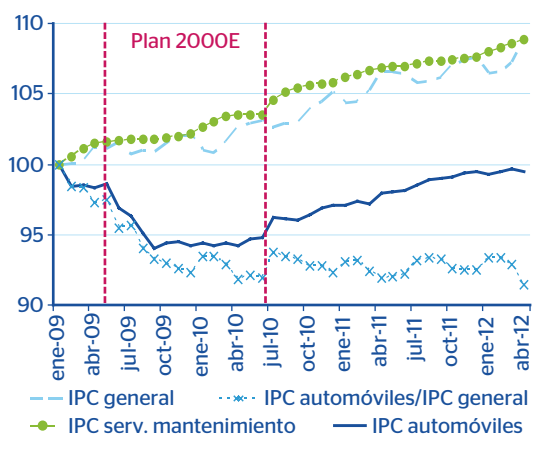


Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC, DGT, ACEA y OICA

La atonía persistente de la demanda ha provocado que los precios de consumo de los automóviles hayan aumentado menos que la inflación general durante el último semestre, por lo que el abaratamiento relativo que tuvo lugar durante la vigencia del Plan 2000E ha reaparecido en el 2012: entre septiembre de 2011 y abril de 2012, los precios de los automóviles se encarecieron un 0,5%, mientras que la inflación general se incrementó un 2,4% (véase el Gráfico 11).

Gráfico 11

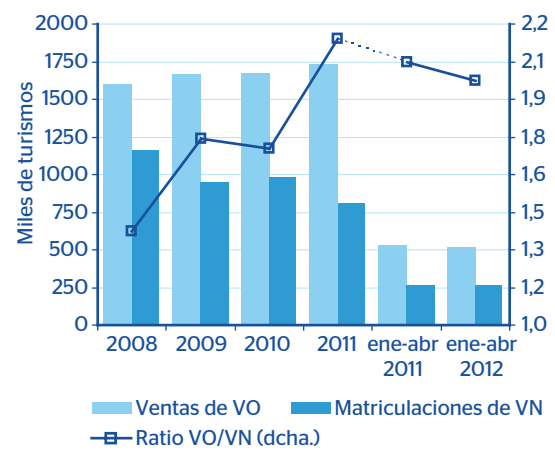
España:
precios de consumo de automóviles (ene-08 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 12

Ventas de turismos en España: VN vs VO



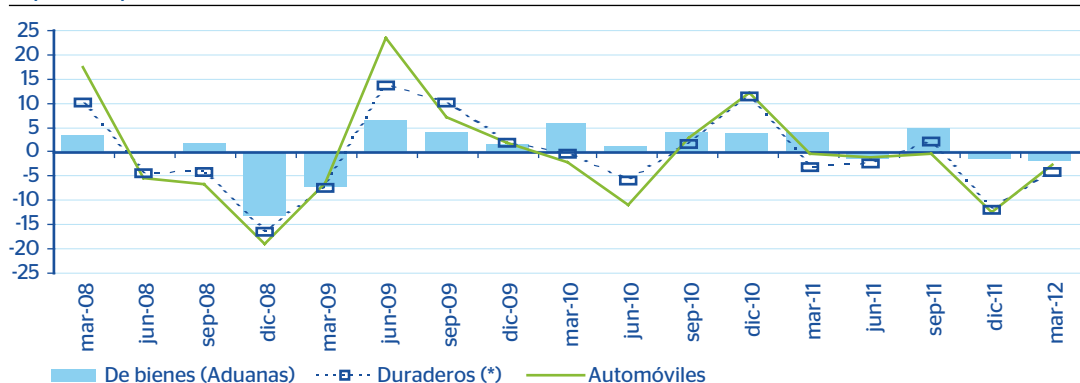
Fuente: BBVA Research a partir de IEA y Ganvam

El comportamiento de la demanda de vehículos de ocasión (VO) continúa representando uno de los escasos aspectos positivos del mercado español de automóviles (véase el Gráfico 12). El año 2011 se cerró con un aumento del 3,4% de las ventas de VO hasta superar los 1,7 millones de unidades, más de la mitad (el 57,7%) entre particulares⁹. Dado que las matriculaciones de turismos nuevos (VN) cayeron un 17,7% el pasado año, la ratio de VO sobre VN se incrementó 0,4 puntos hasta superar los dos turismos de ocasión por cada vehículo nuevo, en línea con lo observado en Alemania (1,8), Italia (2,1) y Francia (2,3). A pesar de que entre enero y abril del 2012 las transacciones de VO disminuyeron un 3,7% en relación con el mismo periodo del año anterior debido a la caída del canal particular, la relación VO/VN se mantuvo en 2¹⁰.

La demanda externa de turismos no ha compensado la debilidad de la interna, especialmente durante el último trimestre del 2011 en el que se redujo un 12,5% t/t cvec, sesgando a la baja las exportaciones de bienes duraderos. Entre enero y marzo del 2012, las ventas exteriores de automóviles moderaron su deterioro (-2,8% t/t cvec), en línea con el total de exportaciones de bienes (véase el Gráfico 13).

Gráfico 13

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



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos

Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

9: Un análisis detallado de la evolución de los factores que explican la demanda de VO en España se puede encontrar en BBVA Research (2011): '¿Quién compra un VO? Evolución de los determinantes de la elección del tipo de vehículo durante la crisis', Situación Consumo 2S10, 14-21. Disponible en: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/Situacion_Consumo_2S10_tcm346-248813.pdf?ts=i5112011.

10: Los efectos que el cambio de calendario de la Semana Santa tiene sobre la demanda de vehículos dificulta la realización de comparaciones interanuales.

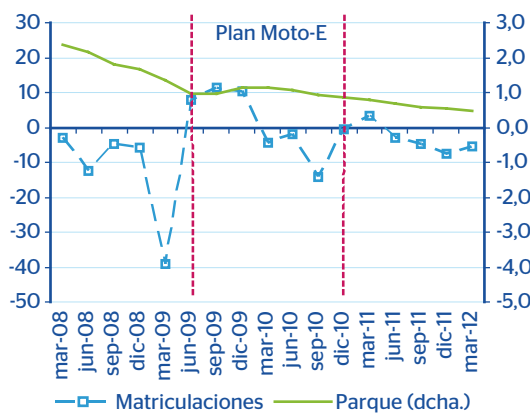
Demanda de motocicletas

La caída de las adquisiciones de ciclomotores y motocicletas se aceleró durante el segundo semestre del pasado año. Como se puede observar en el Gráfico 14, el número de vehículos de dos ruedas matriculados entre septiembre y diciembre del 2011 se redujo un 7,7% t/t cvec, regresando a cifras del 2004. Las causas de la disminución de las matriculaciones de motocicletas hay que buscarlas en la debilidad de sus determinantes -principalmente, de la renta disponible de los compradores potenciales ante el empeoramiento de la situación del mercado laboral entre las cohortes de población más joven- y en el incremento de la incertidumbre, que pospone las decisiones de compra reduciendo el consumo presente de bienes duraderos. Adicionalmente, los cambios regulatorios -en particular, el aumento de la edad de obtención del permiso AM hasta los 15 años y la transposición de la Directiva 2006/126/CE casi cuatro años antes de lo exigido por las autoridades europeas¹¹- han contribuido a la reducción de la demanda de motocicletas y, sobre todo, de ciclomotores. Teniendo en cuenta que la caída de las ventas se ralentizó hasta el -5,4% t/t cvec en el 1T12 y dadas las previsiones de BBVA Research para el resto del año, el número de motocicletas matriculadas en el 2012 podría situarse en torno a las 100 mil unidades.

Al igual que en el caso de los automóviles, la contracción persistente de la demanda doméstica de vehículos de dos ruedas -que ha contribuido a reducir su precio relativo un 0,6% entre octubre del 2011 y abril del 2012 (véase el Gráfico 15)- ha ido acompañada por una evolución desfavorable de la externa. El Gráfico 16 muestra que las exportaciones reales de ciclomotores y motocicletas cayeron un 33,1% t/t cvec desde septiembre del 2011 -más que las del conjunto de bienes duraderos analizados- principalmente por la disminución registrada durante el 4T11.

Gráfico 14

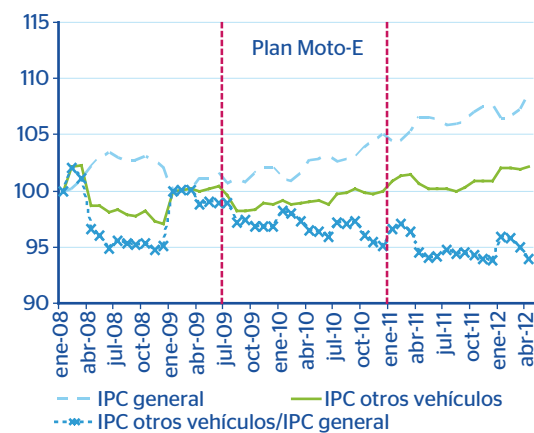
España: matriculaciones de ciclomotores y motocicletas (Datos CVEC, % t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de Anesdor y BdE

Gráfico 15

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

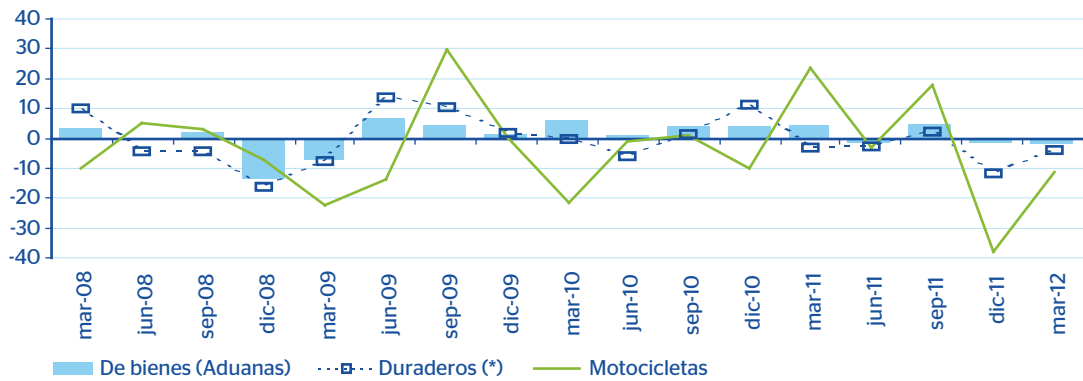


Fuente: BBVA Research a partir de INE

11: España fue el primer país de la UE que transpuso la Directiva 2006/126/CE sobre el permiso de conducción mediante la aprobación en 2009 del Real Decreto 818/2009. Más detalles en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ.L:2006:403:0018:0060:ES:PDF>, y <http://www.boe.es/boe/dias/2009/06/08/pdfs/BOE-A-2009-9481.pdf>.

Gráfico 16

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



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

Mobiliario

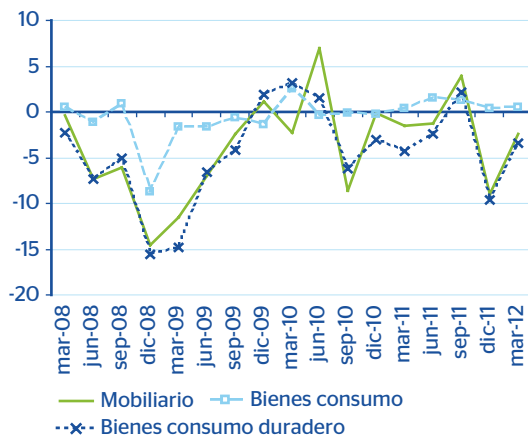
La facturación del sector del mueble se redujo un 9,0% t/t cvec en el cuarto trimestre del 2011 y un 2,4% t/t cvec adicional en el primero del 2012, neutralizando la débil recuperación iniciada durante el primer semestre del pasado año (véase el Gráfico 17). Dos factores han contribuido a explicar la evolución del sector. El primero es el comportamiento negativo de la demanda externa, que tras haber aumentado un 16,6% t/t cvec en el 3T11, descendió un 18,6% entre el 4T11 y el 1T12 afectada por el empeoramiento de la coyuntura económica en Europa (véase el Gráfico 18). El segundo es el deterioro perenne de la inversión en vivienda, germen de la demanda de mobiliario para consumo. Así, la caída de la inversión residencial se aceleró hasta el -4,3% t/t cvec en el 4T11 y hasta el -5,8% t/t cvec en el 1T12. Como se puede observar en el Gráfico 19, la evolución de la facturación del sector del mueble se encuentra estrechamente relacionada con el volumen de exportaciones y la demanda de vivienda. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research indican que una disminución puntual de las exportaciones nominales de muebles en un 1% t/t provoca *ceteris paribus* una caída de la cifra de negocios en torno al 0,7% t/t. El efecto acumulado de una reducción de la inversión nominal en vivienda en un 1% t/t sobre la facturación del sector del mueble es ligeramente inferior (un 0,6% t/t).¹²

A pesar de la apatía de la demanda, los precios de los muebles han continuado aumentando durante el último trimestre del 2011 y el primero del 2012 (un 0,8% entre oct-11 y abr-12). Sin embargo, dado que la inflación creció un 2,4% en el mismo periodo, su precio relativo se redujo un 1,5%, como muestra el Gráfico 20.

12: Nótese que la propensión exportadora del sector del mueble -entendida como el cociente del volumen de exportaciones sobre el valor añadido bruto en términos nominales- alcanzó el 53,7% en 2010 frente al 29,5% del conjunto de la economía.

Gráfico 17

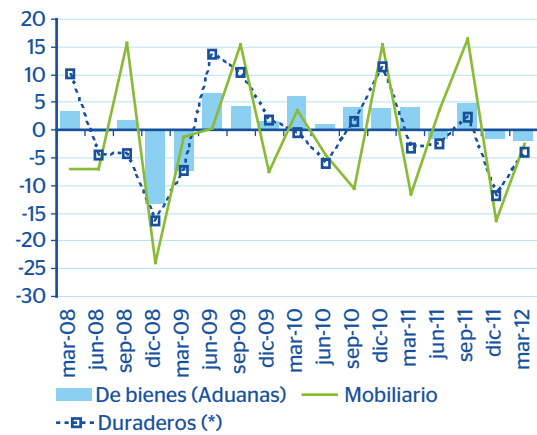
España: cifra de negocios (Datos CVEC, % t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 18

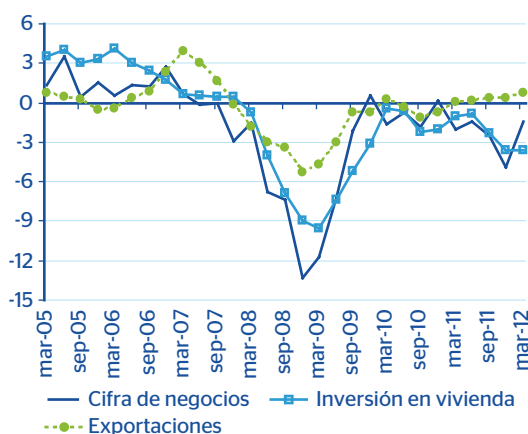
España: exportaciones reales de mobiliario (Datos CVEC, % t/t)



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

Gráfico 19

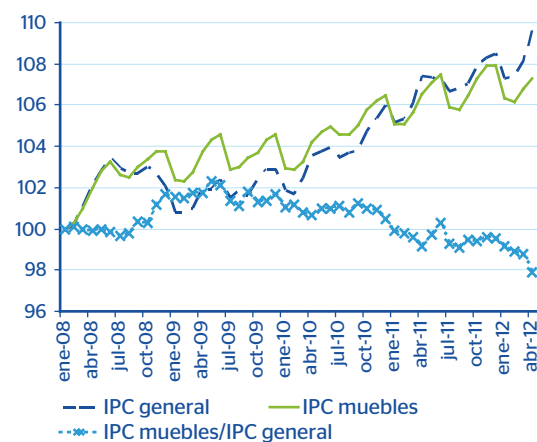
Inversión en vivienda, cifra de negocios y exportaciones en el sector del mueble (Datos nominales, % t/t de la tendencia)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 20

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

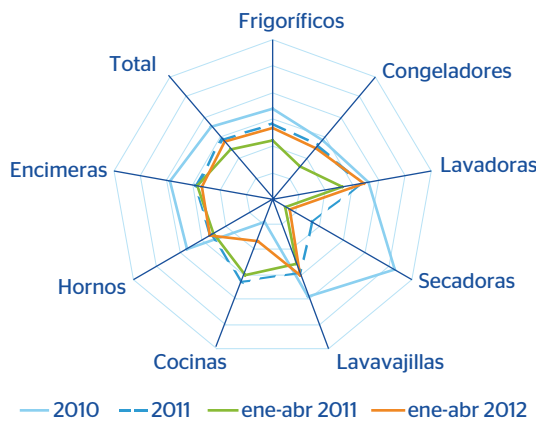
Línea blanca

La prolongación del ajuste inmobiliario ha continuado repercutiendo negativamente sobre el consumo de electrodomésticos. Según los datos de la Asociación Nacional de Fabricantes de Electrodomésticos de Línea Blanca (ANFEL), el número de unidades vendidas disminuyó un 12,0% y la facturación un 14,9% en los cuatro primeros meses del 2012 en relación con el mismo periodo del año anterior, tras haberse reducido un 11,2% y un 14,4%, respectivamente, en el 2011. Todas las familias de electrodomésticos vieron mermadas sus ventas hasta abril, si bien lavadoras (-5,7%) y lavavajillas (-10,2%) registraron una contracción inferior al promedio (véase el Gráfico 21).

La debilidad del consumo de artículos de línea blanca se manifiesta en una disminución generalizada de sus precios. El Gráfico 22 muestra que el IPC de electrodomésticos se redujo un 0,4% entre oct-11 y abr-12 (un -2,7% en términos reales) y lo habría hecho todavía más si no se hubiese encarecido el servicio postventa: los precios de los servicios de reparación aumentaron un 2,3% en los últimos siete meses.

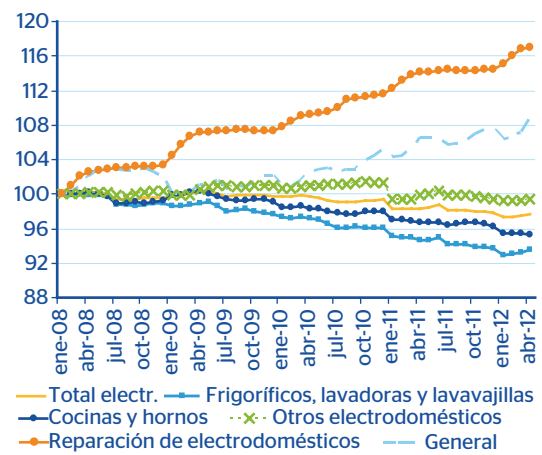
Al igual que la interna, la demanda externa de electrodomésticos se ha deteriorado en el último semestre, y lo ha hecho más que la del promedio de los bienes duraderos analizados. Como ilustra el Gráfico 23, las exportaciones reales de artículos de línea blanca disminuyeron un 15,1% t/t cvec en el 4T11 y un 17,8% t/t cvec en el 1T12, el doble que las del conjunto de duraderos.

Gráfico 21
España: ventas de electrodomésticos por familia (% a/a del número de unidades)



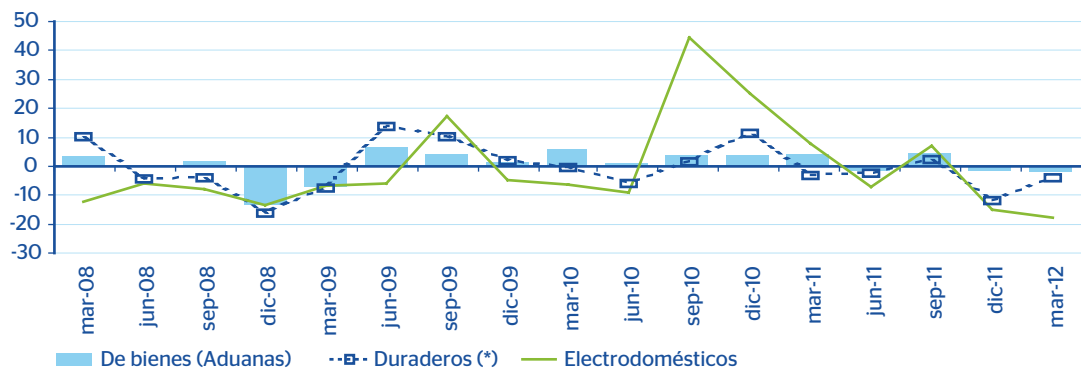
Fuente: BBVA Research a partir ANFEL

Gráfico 22
España: precios de consumo de electrodomésticos (ene-08 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 23
España: exportaciones reales de electrodomésticos (Datos CVEC, % t/t)



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

Línea marrón

La demanda doméstica de equipamiento TIC y artículos de electrónica de consumo ha continuado sin levantar cabeza durante los últimos meses del 2011 y los primeros del 2012 cuando se excluyen los cambios por motivos estacionales. El Gráfico 24 muestra que las ventas al por menor de equipamiento tecnológico cayeron un 2,5% cvec entre el 4T11 y el 1T12, menos que las del conjunto de productos no alimenticios (-5,1% cvec), mientras que las de electrónica de consumo lo hicieron un 8,5% cvec, agravando el descenso padecido durante la segunda mitad del 2010 y la primera del 2011. Las perspectivas para el segundo y tercer trimestres son favorables debido al previsible aumento de la demanda de artículos de línea marrón asociado a la celebración de la Eurocopa de fútbol durante el mes de junio y de los Juegos Olímpicos de Londres entre el 27 de julio y el 12 de agosto¹³.

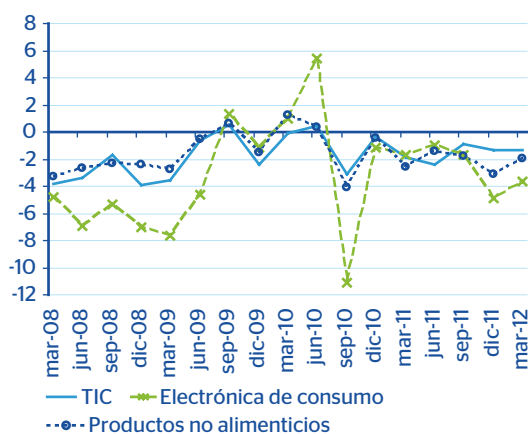
13: Al respecto, los datos proporcionados por la Asociación Multisectorial de Empresas de la Electrónica, las Tecnologías de la Información y Comunicación, de las Telecomunicaciones y de los contenidos digitales (AMETIC) indican que el número de televisores vendidos repuntó un 38,1%, y la facturación un 19,5%, en el conjunto del 2010 debido al "apagón analógico" y a la celebración del Mundial de Fútbol de Sudáfrica entre la segunda semana de junio y la segunda de julio.

La debilidad del consumo ha contribuido a reducir los precios en un sector caracterizado por una deflación persistente causada por el progreso tecnológico. Como refleja el Gráfico 25, los precios de todos los productos de electrónica de consumo y equipamiento TIC -excepto los de los equipos telefónicos¹⁴- disminuyeron durante los últimos siete meses, tanto en términos nominales como reales.

La demanda externa por tipo de producto siguió una evolución opuesta a la doméstica. Así, mientras que las exportaciones reales de equipos informáticos descendieron un 26,4% cvec en el último semestre -16,4pp más que el promedio de los bienes duraderos analizados- las ventas exteriores de artículos de electrónica de consumo crecieron ligeramente durante el cuarto trimestre del pasado año, cayendo un 6,3% t/t cvec en el primer trimestre del año actual.

Gráfico 24

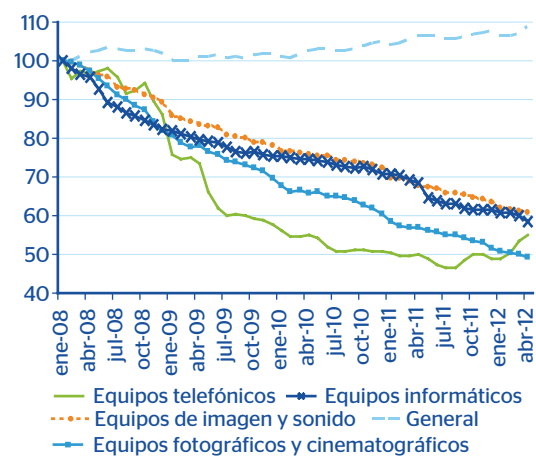
España: ventas reales al por menor de artículos de línea marrón (Datos CVEC, % t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 25

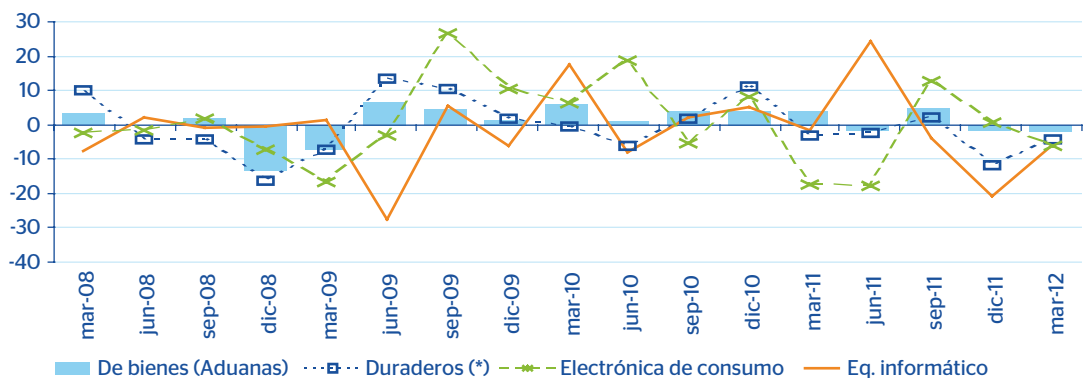
España: precios de consumo de artículos de línea marrón (ene-08 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 26

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



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos

Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

El deterioro persistente de la demanda de artículos de línea blanca y de línea marrón y las dificultades crecientes de financiación han continuado alentando la reestructuración del sector. Como se puede observar en el Cuadro 3, numerosas empresas de las ramas de distribución de electrodomésticos, equipamiento TIC y electrónica de consumo han seguido afrontando procesos de redimensionamiento de su estructura de costes mediante expedientes de regulación de empleo (ERE), cierre de instalaciones y operaciones de concentración durante los últimos meses, lo que ha permitido reducir la atomización característica del sector en España.

¹⁴ Los precios de los equipos de telefonía han crecido un 13,4% desde el mes de enero del 2012. Probablemente, una parte de este aumento se explica por el fin de las subvenciones a la adquisición de terminales móviles anunciado por algunas de las principales operadoras telefónicas.

Cuadro 3

Selección de procesos de reestructuración en los sectores de línea blanca y marrón (2009-2011)

Empresa	Tipo de empresa*	Tipo de reestructuración
PC City	D	(-) EREs y cierre de tiendas
Darty	D	(-) ERE y cierre de tiendas
Miró	D	(-) ERE y cierre de tiendas
Unecsa	D	(-) Concurso de acreedores
Urende	D	(-) ERE temporal y cierre de tiendas
Urende	D	(-) Aprobación del ERE y cierre de tiendas
Unecsa	D	(-) Cierre de tiendas
Fibertel	D	(-) Concurso de acreedores
Media Markt	D	(+) Apertura de tienda
Ecomputer	D	(+) Apertura de tiendas
Worten	D	(+) Apertura de tiendas (+ absorción parcial PC City)
Fnac	D	(+) Apertura de tiendas
Fnac	D	(+) Apertura de tiendas
Worten	D	(+) Apertura de tiendas
Apple	D	(+) Apertura de tienda
Electro merkat	D	(+) Apertura de tienda
Tristar Spain	D	(+) Fusión
Topcom Iberia	D	(+) Fusión
Infinity System	F, D	(-) ERE temporal
Sanyo	F	(-) Cierre de planta
Electronic Devices Manufacturer	F	(-) Liquidación
Engel Axil	F	(-) Concurso de acreedores
BSH	F	(-) ERE
Sharp	F	(-) ERE temporal
Daewoo	F	(-) ERE de extinción
Daewoo	F	(-) Venta de planta
Di4	F	(-) Preconcurso de acreedores
Rimax innovation	F, D	(-) Liquidación
NPG	F	(+) Expansión
Conceptronic	F	(+) Fusión
Digital Data Communications	F	(+) Fusión

* D: empresa distribuidora; F: empresa fabricante

Celdas sombreadas: cambios a la publicación anterior de Situación Consumo

Fuente: BBVA Research a partir de Alimarket y European Monitoring Centre on Change

4. Financiación al consumo

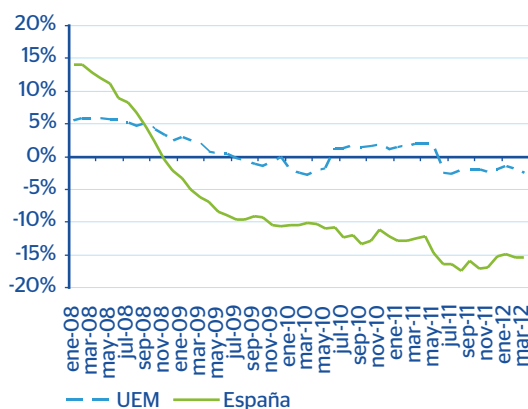
La debilidad de la demanda interna, la duración de la crisis financiera internacional y la reestructuración del sistema financiero español determinan la evolución desfavorable del crédito al consumo. A finales del primer trimestre del 2012, el crédito a familias no destinado a la adquisición de vivienda (consumo y otros) descendió un 15,3% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Evolución del crédito al consumo: endeudamiento inferior a la eurozona

El deterioro persistente de la situación económica está provocando que el crédito al consumo se mantenga en la senda decreciente iniciada en el año 2008. Así, con datos a marzo del 2012, el crédito concedido a las familias para consumo y otras finalidades –excepto vivienda– descendió un 15,3% interanual, encadenando 29 meses de descensos superiores al 10% a/a. En consecuencia, el saldo vivo actual es similar al existente a finales del 2004 (véase el Gráfico 27).

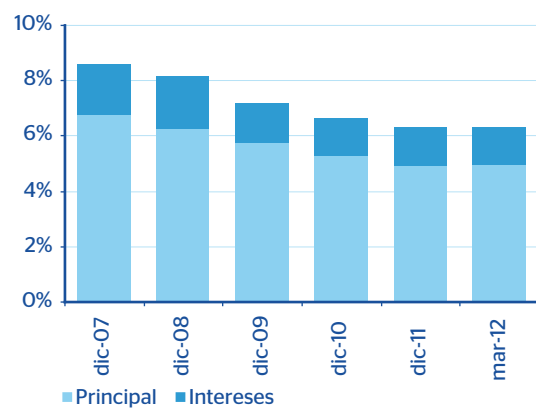
El proceso de desapalancamiento que han llevado a cabo las familias a través de la disminución del crédito al consumo ha supuesto una caída de la ratio de crédito sobre PIB de 3,9 pp desde el 2007. De esta manera, el nivel de endeudamiento de los hogares españoles en bienes y servicios para consumo no sólo ha convergido al de la UEM, sino que ya a finales del 2011 se situaba por debajo de la media europea. A este descenso en las ratios de endeudamiento hay que añadir una leve disminución de los costes de financiación, por lo que la carga financiera de los hogares por crédito al consumo también se ha visto reducida desde niveles en el entorno del 9% de la renta bruta disponible en el 2007 hasta el 6% a comienzos del 2012. Se espera que en los próximos años la prolongación del proceso de desapalancamiento y la caída de los tipos de interés provoquen descensos adicionales en la carga financiera de estos préstamos (véase el Gráfico 28).

Gráfico 27
Evolución del saldo vivo de crédito al consumo (% a/a)



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

Gráfico 28
España: carga financiera de los hogares por crédito al consumo (% de la RFBD)



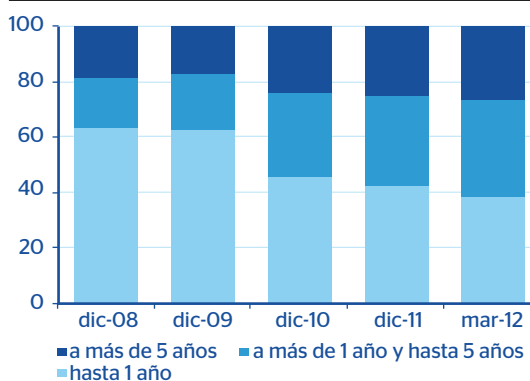
Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE

Las nuevas operaciones de financiación al consumo se distribuyen de manera casi equitativa entre los distintos plazos de concesión. Si bien antes de la crisis las nuevas operaciones se concentraban en los plazos más cortos (financiación a menos de un año), durante el 2010 y el 2011 éstas perdieron importancia en favor de las operaciones a plazos más largos, situación que se mantiene según los últimos datos disponibles. De las operaciones firmadas en marzo, un 38% fueron a plazos inferiores a un año, un 35% a plazos entre uno y cinco años, y un 27% a plazos superiores a los cinco años. Por tanto, las operaciones a más corto plazo, como la financiación con tarjetas, están perdiendo peso (véase el Gráfico 29).

Según la Encuesta de Préstamos Bancarios, la evolución reciente del crédito al consumo en España se explica más por una escasez de demanda que por una restricción de oferta. Como se puede observar en el Gráfico 30, la demanda de crédito al consumo aceleró su caída durante el segundo semestre del pasado año, mientras que la oferta creció. Por tanto, si bien el endurecimiento de las condiciones de financiación para las entidades financieras en los mercados de capitales, la elevada remuneración de los pasivos de particulares (en un principio, los depósitos y más tarde, los pagarés), y la entrada en vigor de las nuevas provisiones sobre el crédito a las actividades de construcción y promoción inmobiliaria podrían haber condicionado la oferta de crédito, es la debilidad de la demanda doméstica la que sesga a la baja la financiación al consumo¹⁵.

Gráfico 29

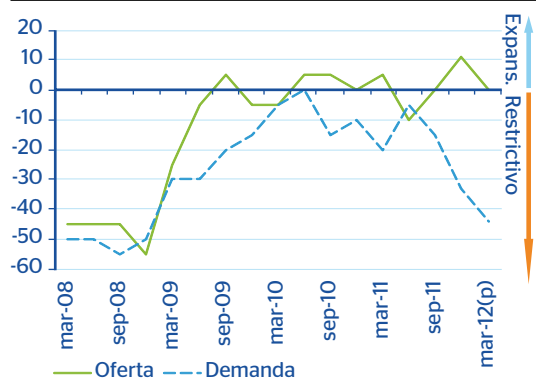
España: distribución por plazo de las nuevas operaciones de crédito al consumo (%)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 30

España: encuesta de préstamos bancarios (Préstamo al consumo y otros, saldo de respuestas)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Crédito al consumo por finalidad

Puesto que no se dispone de estadísticas desagregadas de crédito al consumo por finalidad para el conjunto del sistema financiero, el análisis se realiza con los datos de la Asociación Nacional de Entidades Financieras (Asnef), que recopila la información procedente de los Establecimientos Financieros de Crédito (EFCs). Así, el crédito concedido para consumo por los EFCs retrocedió un 2,0% en el pasado año tras la disminución experimentada durante el 4T11 (-3,7% a/a). El préstamo medio concedido durante el 2011 ascendió hasta los 2.950 euros, un 1,5% mayor que en el 2010. Por componentes, el incremento del 15,7% de los préstamos personales en el 2011 fue insuficiente para compensar la disminución del crédito para la adquisición de bienes de consumo (-8,6%) y el estancamiento de los préstamos revolving (-1,1%). En el 1T12, la caída del crédito al consumo se ralentizó hasta el -0,7% a/a. La evolución positiva del revolving de tarjetas (13,4% a/a) y de los préstamos personales (14,7% a/a) prácticamente compensó la reducción de la financiación de bienes de consumo (-13,5% a/a) y del crédito revolving (-10,0% a/a).

Por su parte, la financiación de automoción cayó un 2,2% en el 2011. El crecimiento de los préstamos concedidos para adquirir automóviles usados, tanto por parte de negocios (20,9%) como de particulares (7,2%), y de los destinados a la compra de automóviles nuevos por parte de negocios (16,0%) no compensaron el fuerte descenso observado en la financiación de vehículos comerciales (-57,0%), de vehículos nuevos a particulares (-7,5%) y de otros vehículos (-0,6%). El importe del préstamo medio se incrementó un 1,9% hasta alcanzar los 13.110 euros en el 2011, siendo la financiación de automóviles nuevos y de vehículos comerciales las que justifican dicho aumento. Durante el 1T12, el crédito para la adquisición de vehículos volvió a disminuir un 2,2% a/a a pesar del crecimiento de los préstamos destinados a la compra de turismos nuevos por empresas (8,2% a/a) y de vehículos comerciales (16,1% a/a).

En definitiva, el entorno de la financiación al consumo no ha cambiado significativamente desde la publicación de la revista anterior. Se espera que la tendencia decreciente del crédito al consumo se mantenga en los próximos meses, en el marco del proceso de desapalancamiento en el que se encuentran inmersos los hogares españoles.

15: Véase el Recuadro 2 para un análisis detallado de los determinantes de la demanda de crédito al consumo en España.

Recuadro 1. Efectos del desapalancamiento sobre el consumo de los hogares

Durante la actual crisis económica, el endeudamiento de las familias y empresas españolas se ha corregido gradualmente a la baja favoreciendo el ahorro en detrimento del consumo y la inversión. Naturalmente, dicho proceso de desapalancamiento se corresponde con desplazamientos simultáneos de la oferta y de la demanda de crédito hacia un nuevo punto de equilibrio. En este recuadro se examina el papel que dichos desplazamientos han tenido, y seguirán teniendo, sobre la evolución del consumo de los hogares.

Descripción metodológica

Las características intrínsecas del mercado financiero como canalizador de la liquidez en la economía permiten que, a diferencia de lo que ocurre en otros mercados menos complejos, el precio y la cantidad de crédito puedan reaccionar no sólo por las decisiones idiosincrásicas de los agentes que operan en dicho mercado (*shocks* de oferta y demanda de crédito). En España, dichas cantidades y precios reaccionan también a modificaciones en el tono de la política monetaria en el conjunto del área del euro

(*shock* de política monetaria), movimientos en la posición cíclica y estructural de la economía doméstica (*shocks* de oferta y demanda agregada) y cambios en el grado de aversión al riesgo por parte de los inversores -tanto nacionales como internacionales- independientes de la evolución de los fundamentales de la economía española (*shock* de aversión al riesgo). Ante este hecho, y dado que es bien conocido que los datos agregados observados no reflejan únicamente cambios en las decisiones de oferta o demanda por parte de los agentes económicos, surge una problemática empírica ligada a la identificación de estos *shocks* y a la estimación de su posible impacto sobre la economía real. Siguiendo las líneas metodológicas que describen Faust (1998), Uhlig (1999 y 2005) y Canova y De Nicoló (2002), en este recuadro se presentan los resultados de estimar un VAR estructural con restricciones de signo para la economía española que permite resolver el problema de identificación descrito anteriormente¹⁶. Para el caso que nos atañe, las restricciones de signo impuestas en el modelo se resumen en el siguiente cuadro.

Cuadro 4

Restricciones de identificación de los *shocks* estructurales

	Variable	PIB	Productividad	Precios	Inversiones indirectas netas en el territorio nacional	Crédito real OSR	Diferencial de tipos del crédito OSR	Tasa de mora	Tipo de interés real de corto plazo
<i>Shock</i>	Retardo (L)								
(+) Política monetaria	L=0	0	0	0	0	0	0	0	-
	L=1	+		+					-
	L=2	+		+					-
(+) Oferta agregada	L=0	+	+	-	0	0	0	0	0
	L=1	+	+	-					0
	L=2	+	+	-					
(+) Demanda agregada	L=0	+	0	+	0	0	0	0	0
	L=1	+		+				-	0
	L=2	+		+				-	
(+) Aversión al riesgo	L=0	0	0	0	+	0	0	0	0
	L=1				+				0
	L=2				+				
(+) Demanda de crédito	L=0	0	0	0	0	+	+	0	0
	L=1					+	+		0
	L=2					+	+		
(+) Oferta de crédito	L=0	0	0	0	0	+	-	0	0
	L=1					+	-		0
	L=2					+	-		

Nota: para lograr una correcta identificación de los *shocks* estructurales (condiciones suficientes de identificación) se han introducido restricciones que caracterizan tanto sus condiciones necesarias (resaltadas en azul) como las que garantizan su exclusión respecto al resto de *shocks* (resaltadas en gris).

Fuente: BBVA Research

16: La metodología, introducida inicialmente para identificar los *shocks* de política monetaria, consiste, en líneas generales, en estimar un VAR en forma reducida y luego establecer las restricciones en los signos de las funciones de respuesta al impulso para identificar los *shocks* estructurales que se quieren estudiar.

La productividad aparente del trabajo se aproxima a partir de la ratio entre el PIB y el empleo equivalente a tiempo completo y las inversiones indirectas netas en el territorio nacional, a partir de la diferencia entre las entradas y las salidas netas de capital en porcentaje del PIB. Como indicador de precios se ha usado el componente subyacente del IPC, con el cual se ha deflactado la cantidad de crédito a OSR y se ha construido el tipo de interés real a corto plazo tomando como referencia el Euribor a tres meses. El diferencial de tipos del crédito OSR se corresponde con la diferencia entre el tipo nominal sintético de estas operaciones y el Euribor a tres meses. Además de las variables descritas anteriormente, se incluyen en el modelo las siguientes macromagnitudes de la economía española sobre las cuales no se impone restricción de signo alguna: el consumo de los hogares, que es nuestra variable de interés, el crédito al consumo en términos reales, el diferencial de tipos del crédito al consumo (tipo nominal de estas operaciones menos el tipo de las operaciones de crédito a OSR) y el capital bancario como porcentaje de sus activos.

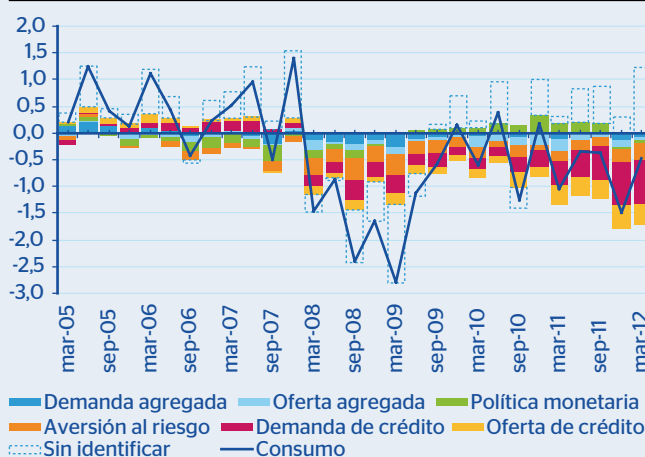
Entrando en detalle, las restricciones ilustradas en el Cuadro 4 implican que¹⁷: a) un *shock* de política monetaria -positivo desde la perspectiva doméstica española-, reduce el tipo de interés real de corto plazo y presiona al alza tanto la actividad como los precios con un retardo de un trimestre; b) un *shock* positivo de oferta agregada se materializa en un aumento tanto de la actividad como de la productividad y una reducción de los precios¹⁸; c) ante un *shock* positivo de demanda agregada, tanto los precios como las cantidades demandadas de bienes y servicios reaccionan al alza, mientras que la tasa de mora no aumenta¹⁹; d) un *shock* positivo de aversión al riesgo aumenta la propensión de los inversores -tanto nacionales como extranjeros- a acometer inversiones indirectas en el territorio nacional en detrimento de llevarlas a cabo en el exterior²⁰; e) tanto los *shocks* positivos de oferta como de demanda de crédito presionan al alza la cantidad de crédito circulante, si bien en el primer caso el diferencial de los tipos de interés del crédito tiende a aumentar y en el segundo, a disminuir.

Resultados y conclusiones

Los Gráficos 31 y 32 sintetizan los resultados principales obtenidos tras las estimaciones. Empezando por lo que ha sucedido durante la actual crisis económica, el Gráfico 31 muestra las contribuciones tanto de los *shocks* identificados como de los no identificados a la desviación observada del crecimiento del consumo respecto a su media. Como se puede observar, los resultados indican que excluyendo la política monetaria, ninguno de los otros *shocks* identificados ha contribuido positivamente a la evolución reciente del consumo. Naturalmente, existe una proporción significativa del consumo que no se explica por los *shocks* identificados y que puede responder, entre otros factores, al tono de la política fiscal o a los efectos de las variaciones de los precios del petróleo o del tipo de cambio efectivo real sobre la economía. Más importante aún, se aprecia que dentro de los *shocks* identificados, la retracción de la demanda de crédito explica la mayor parte del deterioro del consumo de los hogares españoles. Este resultado sugiere que las decisiones discrecionales de los agentes privados están detrás de su proceso de desapalancamiento financiero y, en consecuencia, que éste será largo y seguirá pesando sobre el consumo dado el todavía elevado nivel de endeudamiento de dichos agentes (en el caso de las familias, en torno al 123% de su renta bruta disponible en 2011).

Gráfico 31

España: descomposición histórica del crecimiento trimestral del consumo (desviación respecto a la media en pp)



Fuente: BBVA Research

17: Se asume que todas las demás variables no cambian en el momento inicial.

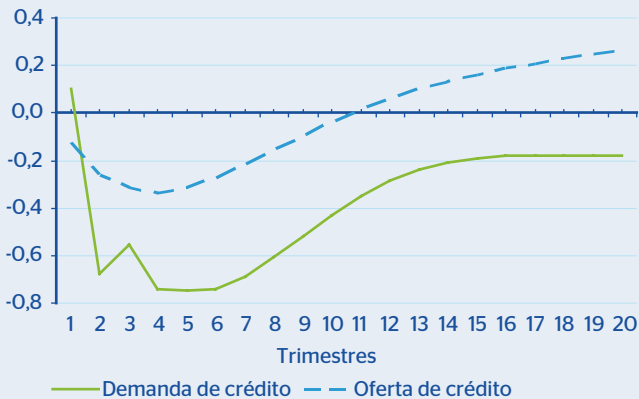
18: Las rigideces del mercado laboral español redundan en una elevada prociclicidad del empleo que, consecuentemente, se traduce en un comportamiento contracíclico de la productividad aparente del factor trabajo. Aunque este resultado no condiciona la identificación del resto de *shocks* contemplados en este trabajo -ni la estimación de su impacto sobre el consumo de los hogares-, puede dar lugar a una infraestimación del impacto de los *shocks* de oferta agregada sobre la economía española.

19: La condición impuesta sobre el comportamiento de la tasa de mora ante un *shock* de demanda agregada responde a la necesidad de diferenciarlo respecto a un *shock* de oferta de crédito. Meeks (2009) y Tamási and Világi (2011) identifican *shocks* semejantes -con efectos sobre la actividad y los precios del mismo signo que los resultantes de un *shock* de demanda agregada- donde la tasa de mora aumenta.

20: Tamási and Világi (2011) identifican este tipo de *shocks* imponiendo restricciones sobre la respuesta de la política monetaria y el tipo de cambio efectivo nominal. Sin embargo, estas restricciones de identificación no son adecuadas para el caso de la economía española dada su integración en la UEM, donde el mandato único del BCE es la estabilidad de los precios en el conjunto de área.

Gráfico 32

España: respuesta del consumo ante un impulso negativo del crédito por tipología de shock (desviación del crecimiento t/t respecto al escenario base en pp)



Nota: el impulso se ha normalizado a 1pp del crédito.
Fuente: BBVA Research

Evidentemente los resultados descritos anteriormente muestran conjuntamente la regularidad, intensidad y persistencia de los shocks identificados junto a su impacto sobre la evolución histórica del consumo real, dejando algunas preguntas relevantes sin resolver. Cabe preguntarse, por ejemplo, como se vería afectado el consumo ante una disminución del crédito según si se trata de un shock de oferta o de demanda de crédito. El Gráfico 32, en el que se ha simulado una caída del crédito real de 1,0pp en el primer trimestre por tipología de shock, responde a esta pregunta. Para el caso español, los resultados obtenidos sugieren que los shocks de demanda de crédito tienen un impacto mayor y más persistente sobre el consumo que los que se derivan de un shock de oferta de crédito, el cual revierte de signo en el medio plazo. Este resultado, unido al anterior, confirma que el actual proceso de desapalancamiento será inevitablemente prolongado.

En síntesis, la evidencia empírica apunta a que el proceso de desapalancamiento en que se encuentran inmersas tanto las familias como las empresas españolas responde, en buena medida, a sus decisiones discrecionales. Consecuentemente, su impacto sobre el consumo está siendo significativo y es de esperar que este efecto contractivo sea prolongado. Lo anterior, sin embargo, podría revertir en la medida en que los shocks de demanda y de oferta de crédito ciertamente no son los únicos que ejercen sus efectos sobre esta partida

de la demanda agregada. Como se mostró en el Gráfico 31, la política monetaria junto a otros shocks no identificados en este trabajo han contribuido positivamente a la evolución reciente del consumo. Del mismo modo, shocks de oferta o de demanda agregada que mejoren la capacidad de compra de los hogares podrían sesgar al alza su gasto en consumo.

Referencias

Busch, U., M. Scharnagl y J. Scheithauer, (2010), "Loan Supply in Germany During the Financial Crisis", *Discussion Paper Series 1 05/2010*, Deutsche Bank.

Canova, F. y G. de Niccolo, (2002), "Monetary Disturbances Matter for Business Cycle Fluctuations in G-7", *Journal of Monetary Economics*, 49(6): 1131-1159.

Faust, J., (1998), "The Robustness of Identified VAR Conclusions about Money", *Carnegie Rochester Series en Public Policy*, 49: 207-244.

Halvorsen, J. y D. Jacobsen, (2009), "Are Bank lending Shocks Important for Economic Fluctuations", *Working Paper 2009/27*, Norges Bank.

Helbling, T., R. Huidrom, M. Kose y C. Otrok, (2010), "Do Credit Shocks Matter? A Global Perspective", *Working Paper 10/261*, IMF.

Hristov, N., O. Hülsesewig y T. Wollmershäuser (2012), "Loan Supply Shocks During the Financial Crisis: Evidence for the Euro Area", *Journal of International Money and Finance*, 31(3): 569-592.

Meeks, R., (2009), 'Credit Market Shocks: Evidence from Corporate Spreads and Defaults', *Working Paper 0906*, Federal Reserve Bank of Dallas.

Tamási, B. y B. Világi (2011), "Identification of credit supply shocks in a Bayesian SVAR model of the Hungarian economy." *MNB Working Papers 2011/7*, Magyar Nemzeti Bank.

Uhlig, H., (1999), "What are the Effects of Monetary Policy: Results from Agnostic Identification Approach", *Working Paper 9928*, Tilburg University.

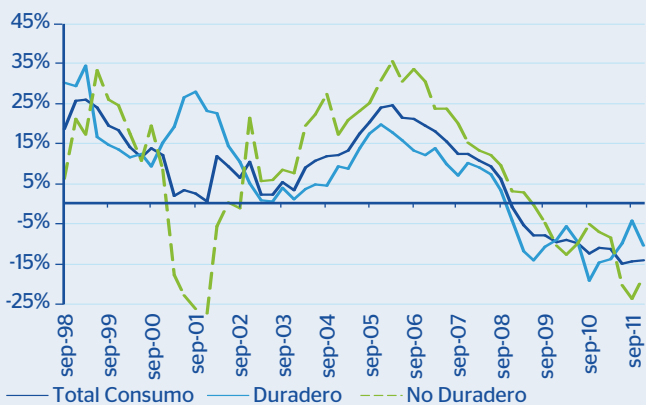
Uhlig, H., (2005), "What are the Effects of Monetary Policy on output? Results from an agnostic identification procedure", *Journal of Monetary Economics*, 52(2): 381-419.

Recuadro 2. Determinantes de la demanda de crédito al consumo

El objetivo de este recuadro es analizar los factores que explican la demanda de crédito al consumo por parte de los hogares en España. Para ello, se ha utilizado una definición restringida del concepto de crédito al consumo: préstamos concedidos por las entidades de crédito a las familias para la adquisición de bienes de consumo duradero, no duradero y servicios. Como se comenta en la Sección 4 y se puede observar en los Gráficos 33 y 34, las familias se están desapalancando aceleradamente por este concepto, desde niveles superiores al 10% del PIB en el 2007 hasta el 6,6% a finales del 2011.

Gráfico 33

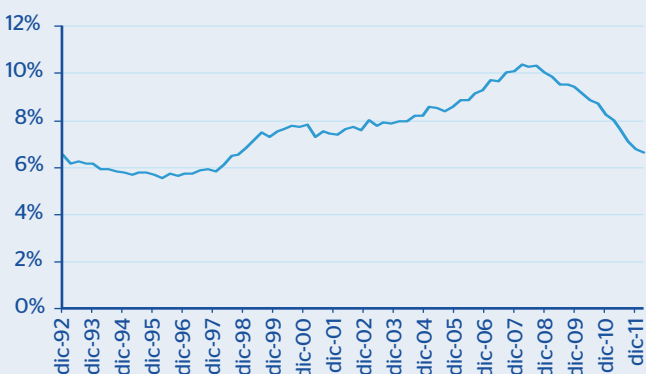
España: crédito a familias para la adquisición de bienes de consumo duradero, no duradero y servicios (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 34

España: crédito a familias para la adquisición de bienes de consumo duradero, no duradero y servicios (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

El crédito para el consumo de las familias depende, fundamentalmente, de tres variables macroeconómicas. En primer lugar, existe una relación positiva con el nivel de renta del país y, por ende, con el consumo privado en términos agregados. En segundo lugar, se constata una relación inversa con los tipos de interés a los que se concede el préstamo: a mayor tipo de interés, menor es el incentivo de los hogares a endeudarse dado el mayor coste de oportunidad. Por último, existen otros factores relacionados con las expectativas y la percepción de las familias sobre la situación económica que afectan de forma directa a la demanda de crédito para consumo. Así, en un contexto de crecimiento económico y creación de empleo, los hogares son más propensos a adelantar consumo mediante su financiación ante la expectativa de poder devolver la deuda en el futuro.

Para cuantificar los efectos de cada variable, se ha modelizado el crédito al consumo real mediante una formulación de corrección del error, tomando el consumo privado real en términos de contabilidad nacional como indicador de demanda, los tipos de interés de nuevas operaciones de crédito al consumo en términos reales como variable de precio, y la tasa de desempleo como indicador de confianza y expectativas de las familias. También se han tenido en cuenta actuaciones gubernamentales para la incentivación de la compra de bienes duraderos, como por ejemplo el Plan 2000E, que estimuló la adquisición de automóviles desde mediados del año 2009 hasta mediados del 2010.

Los resultados de las estimaciones muestran que el crédito al consumo aumenta cuando lo hace el consumo privado agregado con una elasticidad de largo plazo de 1,4; se contrae un 3,6% por cada 100 puntos básicos que suben los tipos de interés de los préstamos; y crece un 4,6% por cada punto porcentual que se reduce la tasa de desempleo.

Conocida la respuesta del crédito al consumo en términos reales a cambios en las variables macroeconómicas y dada la evolución de éstas, se puede descomponer el crecimiento del crédito al consumo en cada momento del tiempo. Como se aprecia en el Gráfico 35, desde el 2002 y hasta comienzos del 2006, el crédito real para consumo aumentó en torno al 8% anual en términos promedio. A partir de este momento se aceleró hasta superar el 15% a/a a finales del 2006. En este periodo, todos los fundamentales contribuyeron de forma positiva, siendo el indicador de demanda el de mayor impacto con una contribución

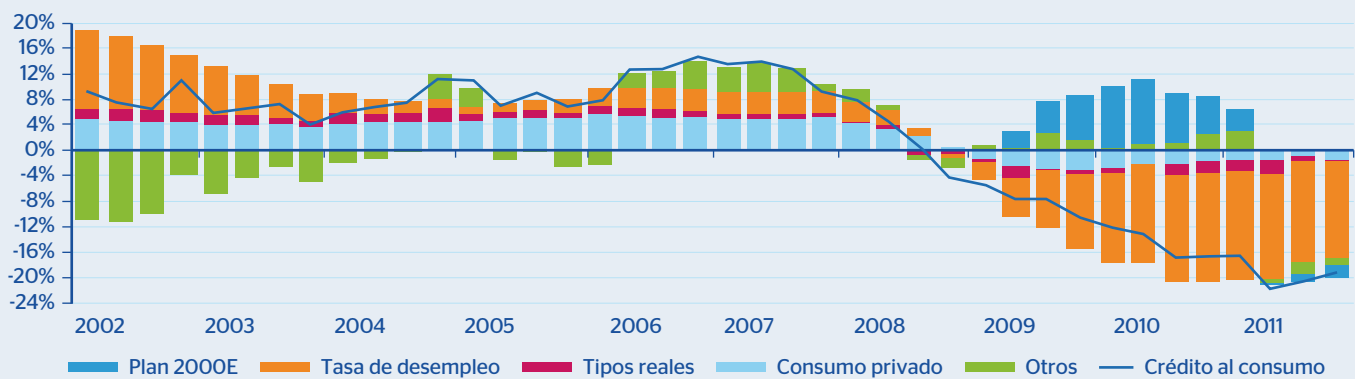
media de 5pp. El fuerte crecimiento del gasto en consumo durante esta fase expansiva de la economía española condicionó la evolución positiva de la demanda de crédito; incluso existen 3pp del crecimiento del crédito entre 2006 y 2007 no explicados por sus fundamentales. A partir del 2007, el crecimiento del crédito al consumo en términos reales se ralentizó y desde el 2008, se volvió negativo. El factor dominante del deterioro ha sido el incremento de la tasa de paro, es decir, el componente de confianza y de expectativas de las familias, que ha llegado a restar hasta 17pp en el mínimo de 2011, y que a finales del pasado año contribuyó con -15,3pp de los -19,1pp que cayó el crédito real. Actuaciones sobre la demanda del sector automovilístico

como el Plan 2000E (entre mayo 2009 y mayo 2010) han tenido un efecto positivo sobre la compra de automóviles y sobre su financiación, llegando a contribuir positivamente con hasta 10pp a la tasa interanual del crédito en el segundo trimestre del 2010. Lógicamente, su efecto se ha ido diluyendo en el tiempo y a partir del 2011 empezó a contribuir negativamente²¹.

En definitiva, la evolución del crédito al consumo está explicada, en gran parte, por el dinamismo del consumo en la fase expansiva precedente y por el aumento de la tasa de desempleo durante la crisis actual.

Gráfico 35

España: contribuciones al crecimiento interanual del crédito a familias para la adquisición de bienes de consumo duradero, no duradero y servicios (%)



Fuente: BBVA Research

21: Nótese que se ha modelizado el saldo vivo de crédito al consumo, es decir, una variable stock. Por este motivo, los efectos positivos del Plan 2000E todavía se observan durante el segundo semestre del 2010 tras su finalización.

5. Análisis de la situación económica del comercio al por menor mediante la encuesta BBVA de tendencias de negocio: efectos de la nueva ley de contratos de crédito al consumo²²

Con el objetivo de complementar el análisis de la situación económica del comercio al por menor en España y su interrelación con la oferta y la demanda de crédito, BBVA Research puso en funcionamiento la Encuesta de Tendencias de Negocio (ETN) en diciembre del 2010 con periodicidad semestral. La ETN está dirigida a los gestores y directores del departamento de *Consumer Finance* de BBVA en España dedicados a la comercialización de préstamos al consumo (canal prescriptor) en los sectores que distribuyen bienes –principalmente, duraderos– y servicios al por menor²³.

El cuestionario de la ETN se estructura en tres secciones. La primera contiene información sobre el ámbito de actuación del encuestado (comunidad autónoma, provincia y sectores de actividad de sus empresas colaboradoras); en la segunda se pregunta al participante en la encuesta su valoración sobre la situación económica –actual y prevista– de los sectores en los que opera y del conjunto de la economía. En la tercera, los encuestados evalúan la evolución presente y futura de la oferta y de la demanda de crédito en su ámbito de actuación²⁴. Adicionalmente, con la finalidad de analizar los efectos de la entrada en vigor de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo a finales de septiembre del pasado año, se incluyó un módulo adicional en la ETN del segundo semestre del 2011 en el que se solicitaba la opinión de los encuestados acerca de las consecuencias de la nueva normativa para clientes y entidades financieras.

Resultados de la ETN: la realidad empeora las expectativas

El Gráfico 36 muestra que la percepción que los encuestados tienen sobre la situación de la economía española se ha deteriorado durante los últimos dos años. En el primer semestre del 2012, la diferencia entre el porcentaje de respuestas que indican una mejora de la economía y el porcentaje que sugieren un empeoramiento –habitualmente utilizada como un indicador de la situación económica²⁵– ha disminuido hasta los -83,5 puntos, 16,6 puntos menos que en el 2S10. A pesar de que la economía evolucionó peor de lo previsto durante los cuatro semestres precedentes, los participantes en la ETN esperan que el deterioro económico se ralentice durante la segunda mitad del año en curso. Así, el 47,5% de los encuestados opina que la situación de la economía no se agravará en el 2S12 mientras que sólo un 16,6% consideran que no ha empeorado en el 1S12.

22: Se agradece la participación en las encuestas de los gestores y directores de oficina del departamento de *Consumer Finance* de BBVA, así como la colaboración de Antonio Marín, Ángel Morán, Ana Rubio, Macarena Ruesta y Pep Ruiz en el diseño de los cuestionarios y en el proceso de recogida de datos.

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

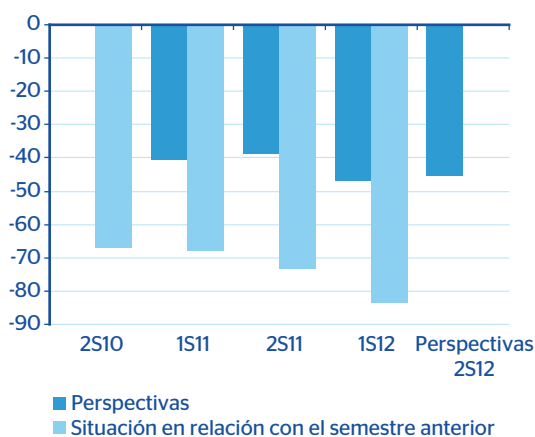
24: Téngase en cuenta que las preguntas hacen referencia al conjunto del mercado y no a la política seguida por BBVA.

25: La construcción de saldos de respuestas a partir de los datos de encuestas de opinión es una práctica habitual. Véanse, por ejemplo, los indicadores sintéticos elaborados por la Comisión Europea (http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/index_en.htm) y el Ministerio de Industria, Energía y Turismo (<http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Paginas/EncuestaCoyuntura.aspx>), entre otros.

La valoración del estado actual y las perspectivas de la economía española están condicionadas por el ámbito de actuación del encuestado. Como se advierte en el Gráfico 37, el saldo de repuestas varía entre regiones²⁶. Durante el primer semestre del 2012, el empeoramiento de la situación económica declarado por los participantes en la ETN residentes en Madrid, Canarias y en las regiones Noroeste y Sur fue inferior al promedio nacional. Por el contrario, los encuestados de Centro, Este y Noreste manifiestan un agravamiento de la coyuntura mayor. Las expectativas para el 2S12 mejoran en todas las CC.AA., especialmente en Madrid y en las regiones Noroeste y Este.

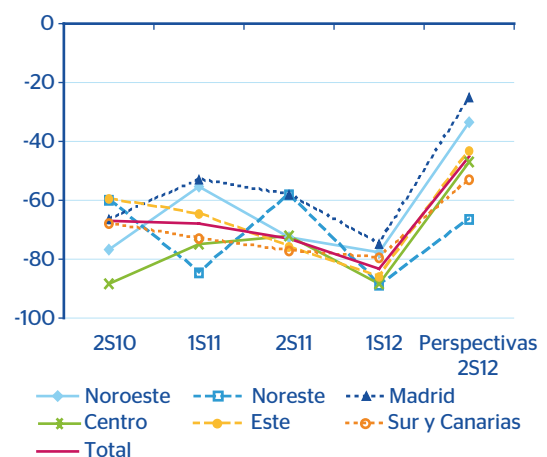
En línea con los resultados obtenidos para el conjunto de la economía, también la percepción sobre la situación económica de todos los sectores de actividad se ha degradado entre enero y junio del 2012, y lo ha hecho más de lo previsto hace seis meses. Entre las actividades analizadas destaca el menor deterioro de la percepción sobre el estado del sector de venta de vehículos de motor (incluidas motocicletas). Como se puede observar en el Gráfico 38, la diferencia entre el porcentaje de respuestas que revelan una mejora de la situación del sector y el porcentaje que indica un empeoramiento fue 9,5 puntos superior al promedio de las restantes actividades en el 2S11, alcanzando los 15,5 puntos en el 1S12. Al igual que la economía española, se espera que la situación de todos los sectores continúe empeorando en la segunda mitad del 2012, si bien a un ritmo significativamente menor que el registrado durante el último año.

Gráfico 36
Percepción sobre la situación de la economía española: saldo de respuestas (Un valor <0 indica un empeoramiento)



Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 37
Percepción sobre la situación de la economía española en cada región: saldo de respuestas (Un valor <0 indica un empeoramiento)

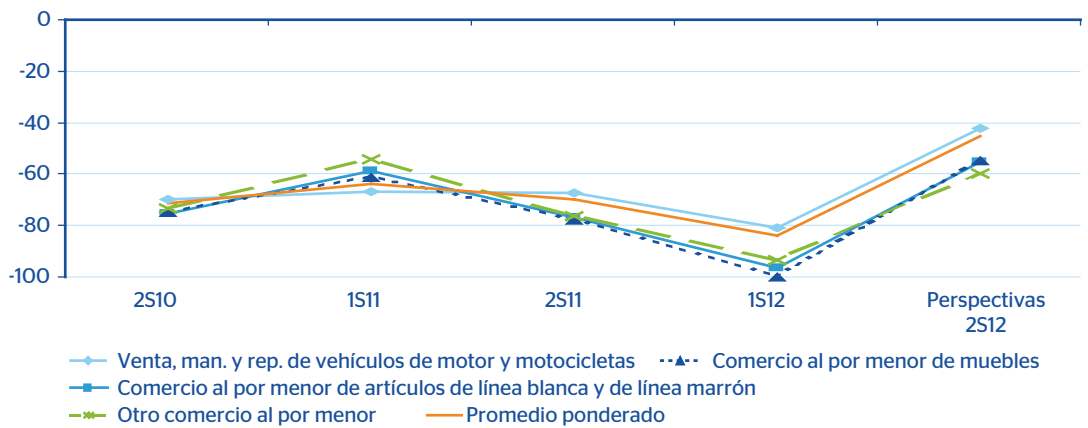


Fuente: BBVA Research (ETN)

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

Gráfico 38

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



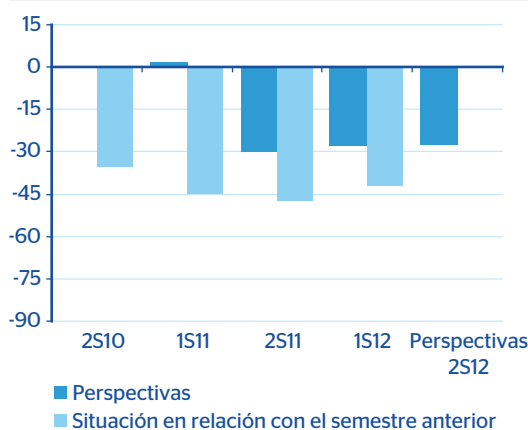
Fuente: BBVA Research (ETN)

La **evolución del crédito** es un reflejo del agravamiento de la coyuntura económica percibido por los encuestados, tanto por razones de reducción de la oferta como por una creciente debilidad de la demanda. Los participantes en la ETN opinan que la oferta y, sobre todo, la demanda de crédito han disminuido más de lo esperado durante los dos últimos años (véanse los Gráficos 39 y 40). En particular, el porcentaje de encuestados que piensa que la oferta se contrajo entre enero y junio del 2012 alcanzó el 48,9%, 5,7pp menos que en el 2S11; por el contrario, el 87,1% de los participantes en la encuesta opina que la demanda cayó en el 1S12, 7,9pp más que en el semestre anterior.

Las perspectivas para el 2S12 son comparativamente más favorables desde el punto de vista de la oferta de crédito. Así, tan solo el 38,1% de los gestores y directores de BBVA *Consumer Finance* opina que la oferta se reducirá, mientras que el 66,9% considera que la demanda de préstamos continuará cayendo, si bien a un ritmo menor que el registrado durante la primera parte del año.

Gráfico 39

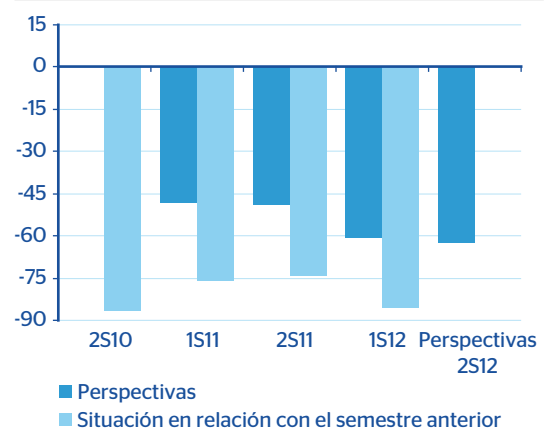
Percepción sobre la oferta de crédito: saldo de respuestas (Un valor <0 indica un empeoramiento)



Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 40

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



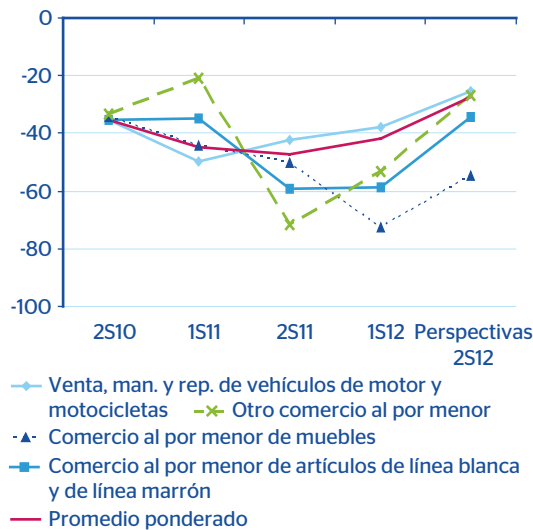
Fuente: BBVA Research (ETN)

El comportamiento del crédito por sector reproduce el patrón descrito para el agregado -ralentización del deterioro de la oferta y empeoramiento de la demanda en relación con lo observado en 2S11, e incumplimiento de las expectativas en ambos casos- pero con matices (véanse los Gráficos 41 y 42). En particular, destaca la contracción significativa de la oferta y de la demanda de crédito en el comercio al por menor de muebles -probablemente asociada a la persistencia del proceso de redimensionamiento del sector inmobiliario- y la evolución menos desfavorable del crédito en el sector de distribución de vehículos de motor y motocicletas.

Las expectativas de los participantes en la ETN para el 1S12 sugieren que el crédito continuará disminuyendo en todas las actividades analizadas, tanto por razones de oferta como de demanda, pero lo hará a tasas inferiores, lo que -de nuevo- es consecuente con el comportamiento esperado de la actividad económica de cada sector.

Gráfico 41

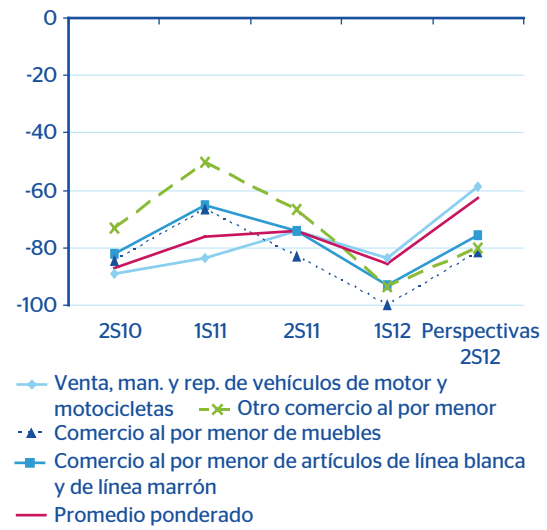
Percepción sobre la oferta de crédito en cada sector: saldo de respuestas (Un valor <0 indica un empeoramiento)



Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 42

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



Fuente: BBVA Research (ETN)

Ley de contratos de crédito al consumo: escaso efecto sobre la oferta, ventajas significativas para la demanda

El pasado 25 de septiembre entró en vigor la Ley de contratos de crédito al consumo, aprobada a finales de junio del pasado año²⁷. Los objetivos de la nueva normativa son adaptar la legislación europea vigente a la evolución de las técnicas financieras y elevar el nivel de protección del consumidor, homogeneizando y transparentando la contratación de un crédito al consumo.

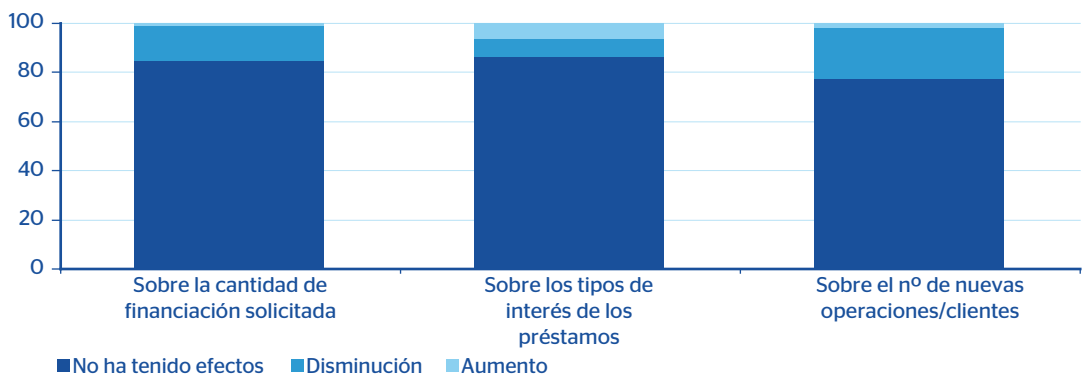
Con la finalidad de conocer los posibles efectos de los nuevos requisitos impuestos al prestamista y de la ampliación de derechos del prestatario, se introdujo un módulo adicional en la ETN del segundo semestre del 2011. Los resultados indican que las consecuencias para las entidades financieras de la nueva ley son mínimas. Así, el 84,7% de los encuestados declara que el cambio legislativo no ha tenido efecto alguno sobre la cantidad de financiación solicitada, mientras que el 86,5% opina que no ha afectado a los tipos de interés de los préstamos. El efecto más relevante de la nueva ley ha sido sobre el número de nuevas operaciones: el 20,9% de los participantes en la ETN considera que la obligación de evaluar la solvencia del prestatario a partir de la información facilitada por éste y la consultada en los ficheros de solvencia patrimonial -entre otros datos- ha provocado una disminución del número de préstamos (véase el Gráfico 43).

27: La Ley 16/2011 está disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2011/06/25/pdfs/BOE-A-2011-10970.pdf>. Véase el Recuadro 1 de la revista Situación Consumo del 1S11 para un análisis detallado de la nueva ley de contratos de crédito al consumo: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1111_Situacionconsumo_tcm346-281278.pdf?ts=1652012.

Aunque las entidades y los intermediarios de crédito deben realizar ahora un mayor esfuerzo a la hora de informar y formalizar una operación, los gestores del departamento de *Consumer Finance* de BBVA aprecian ciertas ventajas para el prestamista en la nueva ley, especialmente en relación con la seguridad derivada de las mejoras introducidas en la cumplimentación de pólizas y en el posible aumento de la cuota de mercado por la desaparición de ofertas engañosas (véase el Gráfico 44).²⁸

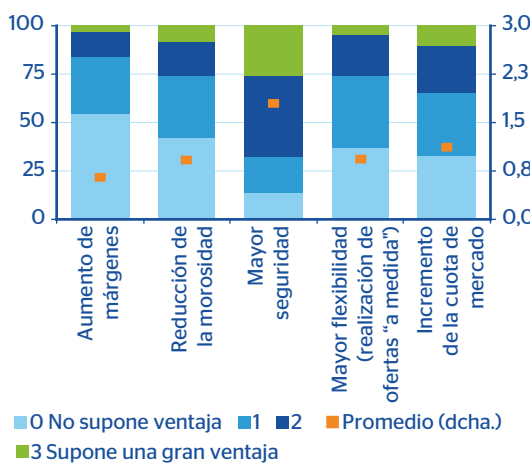
Sin duda, los principales beneficiados de los cambios introducidos por la Ley 16/2011 son los consumidores, como refleja el Gráfico 45. En primer lugar, porque se limita la cuantía de las comisiones de cancelación (el 83,4% de los encuestados lo considera una ventaja); en segundo lugar, porque aumenta la transparencia durante el proceso de contratación (79,1%); y en tercer lugar, por la vinculación del préstamo al bien o servicio financiado (58,3%) y la mayor facilidad de desistimiento (57,1%). Por el contrario, no se percibe que los cambios normativos hayan facilitado el acceso a la financiación: el 77,3% de los encuestados opina que este aspecto apenas supone una ventaja para el cliente.

Gráfico 43
Efectos de la nueva ley de contratos de crédito al consumo (%)



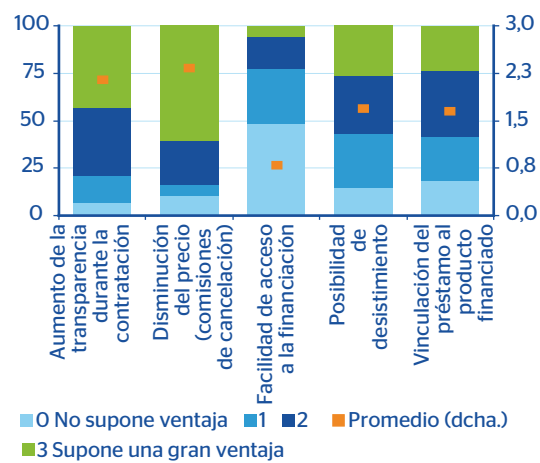
Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 44
Ventajas de la nueva ley de contratos de crédito al consumo para el prestamista (%)



Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 45
Ventajas de la nueva ley de contratos de crédito al consumo para el prestatario (%)



Fuente: BBVA Research (ETN)

28: Probablemente, los tres meses que transcurrieron desde la entrada en vigor de la nueva ley hasta la realización de la ETN del 2S11 son insuficientes para evaluar los efectos beneficiosos sobre la morosidad del cambio normativo.

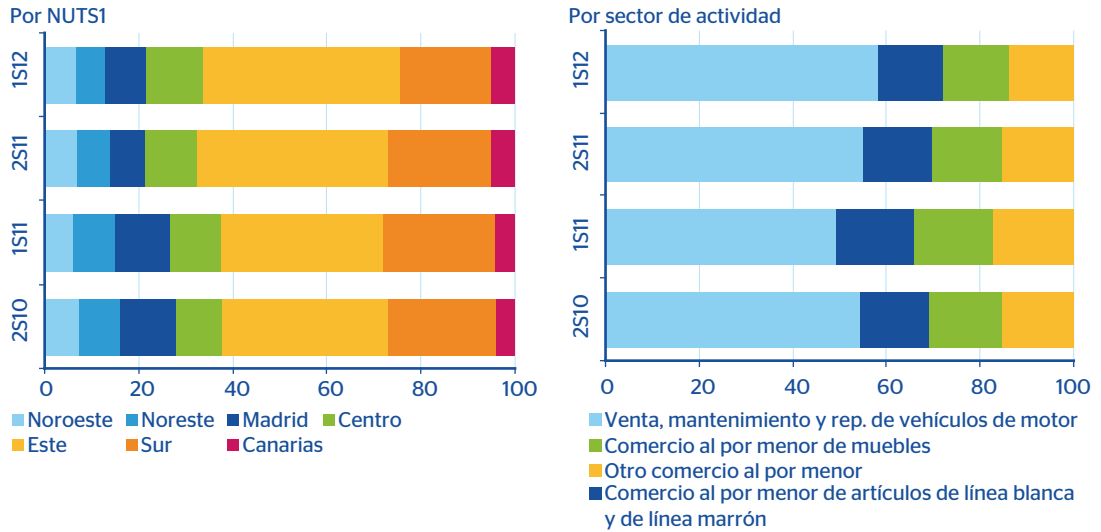
En síntesis, los resultados de la ETN sugieren que la situación económica de los sectores dedicados al comercio minorista empeoró más de lo previsto durante el último año, especialmente en las actividades más vinculadas con el sector inmobiliario como las de comercialización de muebles y de artículos de línea blanca y marrón. La atonía del consumo y la debilidad de sus fundamentales repercutieron sobre la demanda de préstamos, que aceleró su ritmo de contracción durante el primer semestre del 2012. Paralelamente, tuvo lugar una leve relajación de las condiciones de financiación que fue insuficiente para evitar la contracción de la oferta de crédito al consumo en todas las ramas de actividad que integran el comercio al por menor, siendo la de distribución de mobiliario la más afectada. A pesar de sus incontestables ventajas para los prestatarios, la nueva ley de contratos de crédito al consumo no parece haber influido de modo significativo sobre la evolución de la financiación.

Las perspectivas para el 2S12 apuntan a una ralentización generalizada del deterioro de la actividad económica, apoyada por una menor disminución de la oferta y de la demanda de crédito. Sin embargo, la realidad ha empeorado sistemáticamente las expectativas durante los últimos dos años, lo que unido a la persistencia de las tensiones financieras, pondrá a prueba el cumplimiento de estas previsiones.

Anexo

Cuadro A.1.

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



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

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:
Economista Jefe para Economías Desarrolladas
Rafael Doménech
 +34 91 537 36 72
 rdomenech@bbva.com

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

Anabel Arador
 +34 91 374 401 40 42
 ana.arador@grupobbva.com

Joseba Barandiaran
 +34 94 487 67 39
 joseba.barandia@bbva.com

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

Juan Ramón García
 +34 91 374 33 39
 juanramon.gj@bbva.com

Ángel Gavilán
 +34 91 374 52 62
 angel.gavilan@bbva.com

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

Antonio Marín
 +34 648 600 596
 antonio.marin.campos@bbva.com

Myriam Montañez
 +34 954 24 74 8
 miriam.montanez@bbva.com

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

Leticia Riva
 +34 91 374 62 66
 leticia.riva@bbva.com

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

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

 Con la colaboración de:
 Escenarios Económicos
Rodrigo Falbo
 +34 91 5373977
 rodrigo.falbo@bbva.com

 Sistemas Financieros
Jose Felix Izquierdo
 +34 91 3744200
 jfelixizquierdo@bbva.com

Macarena Ruesta
 +34 91 3743321
 esperanza.ruesta@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

Coordinación Latam

Juan Ruiz
 juan.ruiz@bbva.com

 Argentina
Gloria Sorensen
 gsorensen@bbva.com

 Chile
Alejandro Puente
 apuente@bbva.com

 Colombia
Juana Téllez
 juana.tellez@bbva.com

 Perú
Hugo Perea
 hperea@bbva.com

 Venezuela
Oswaldo López
 oswaldo_lopez@bbva.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 Financieros
Sonsoles Castillo
 scastillo@bbva.com

 Escenarios Económicos
Juan Ruiz (I)
 juan.ruiz@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 y +34 91 537 70 00
 Fax: +34 91 374 30 25
 bbvaresearch@bbva.com
 www.bbvaresearch.com