

# Situación España

Segundo Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **Continúa el crecimiento mundial** pero se incrementa la incertidumbre.
- **Europa, a la espera de una agenda creíble de crecimiento y ajuste fiscal**, se descuelga del crecimiento mundial.
- **España:** se confirma la recesión pero no se acelera.
- **La incertidumbre del contexto actual** condiciona los efectos de las reformas a corto plazo.
- **La mejora de la confianza depende del diseño**, ejecución y comunicación de una agenda reformadora creíble.

# Índice

1. Editorial.....	3
2. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española: se confirma la recesión.....	8
Recuadro 1. Economías regionales: la apertura exterior y el impacto diferencial del ajuste fiscal, claves para la heterogeneidad en el crecimiento.....	20
Recuadro 2. Un ajuste fiscal sin precedentes.....	23
Recuadro 3. El impacto del Plan Proveedores.....	27
Recuadro 4. La Reforma Laboral: hacia una mayor competitividad.....	29
Recuadro 5. Características cíclicas de la economía española en el medio plazo.....	32
4. Cuadros.....	37

Fecha de cierre: 4 de mayo de 2012

## 1. Editorial

Las previsiones que se incluyen en esta publicación **mantienen el escenario descrito hace tres meses para la economía española**, en el que se espera una contracción del PIB del 1,3% en 2012 y una lenta recuperación en 2013. Se mantiene asimismo el diagnóstico sobre los principales factores que soportan ese escenario, aunque con novedades significativas, **que han aumentado la incertidumbre de estas previsiones**. Algunas de esas innovaciones tendrán efectos negativos sobre la actividad como es el caso del recrudescimiento de las tensiones en los mercados de capitales, el incremento del precio del petróleo o las medidas adicionales de consolidación fiscal de las administraciones públicas. Por el contrario, otras incidirán positivamente sobre el PIB como ocurre con el Plan de Pago a Proveedores, la aprobación de la Ley de Estabilidad Presupuestaria (LEP) o la reforma del mercado de trabajo, si bien sus efectos a corto plazo van a estar condicionados por la intensidad con la que empiecen a funcionar estas medidas y por la evolución de la incertidumbre económica nacional e internacional. Como en trimestres anteriores, se espera que la heterogeneidad en el crecimiento regional mantenga la divergencia entre aquellas comunidades autónomas con mayores desequilibrios y aquellas con mayor exposición al sector exterior.

A pesar del dinamismo de la economía mundial, el contexto internacional de la economía española va a estar determinado fundamentalmente por la evolución de la crisis europea. **Los avances** que se han producido en Europa para resolver el problema de sostenibilidad de la deuda griega, para construir cortafuegos creíbles alrededor del resto de países solventes pero con problemas de liquidez y para avanzar hacia una mayor unión fiscal **no han sido lo suficientemente contundentes o siguen estando muy condicionados por riesgos e incertidumbres en su ejecución**. Todo ello ha supuesto la virtual desaparición del efecto positivo que tuvo sobre las primas de riesgo la inyección de liquidez del Banco Central Europeo en los primeros meses de 2012. En este contexto, la capacidad de maniobra de la política monetaria se ve limitada por la ausencia de la definición, por parte de los gobiernos europeos, de **una hoja de ruta mucho más ambiciosa y mejor diseñada en términos de crecimiento y de consolidación fiscal**. Por lo tanto, es necesario un plan estratégico con objetivos a corto y largo plazo que permitan adoptar medidas que dinamicen la actividad y avancen decididamente hacia compartir el riesgo soberano a cambio de una mejor coordinación y gobernanza fiscal, y de las reformas estructurales allí donde sean necesarias. En la situación actual resulta conveniente una utilización, y tal vez un diseño, más eficiente y contundente del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y del Mecanismo Europeo de Estabilidad para permitir que aquellos gobiernos que necesitan tiempo para realizar las reformas efectivamente dispongan de él, de manera que sus economías puedan financiarse holgadamente en los mercados sin verse sometidas a tensiones e incertidumbres que diluyen los efectos positivos de esas reformas.

Una de las funciones principales de los gobiernos es la de tratar de reducir estas incertidumbres a través de políticas que generen la confianza necesaria para incentivar la actividad económica. El Gobierno español ha sido especialmente proactivo en este sentido. Por ejemplo, en el mercado de trabajo se ha aprobado una reforma laboral muy sustantiva, bien orientada e integral. En el ámbito fiscal se han aprobado los Presupuestos Generales del Estado, con medidas significativas que incrementan la probabilidad de alcanzar los objetivos de déficit a final de año, la Ley de Estabilidad Presupuestaria y el Plan de Pago a Proveedores. Sin embargo, **el potencial impacto positivo que deberían haber tenido estas medidas ha quedado diluido por la valoración negativa de los mercados, en algunas ocasiones excesivamente sensibles, de determinados acontecimientos** como la desviación del déficit de 2011 respecto al objetivo, la demora en presentar los presupuestos de las administraciones públicas, las discrepancias iniciales en la fijación del objetivo de déficit para 2012, o los riesgos de que la consolidación fiscal deprima excesivamente la actividad económica. A esas dudas hay que añadir la percepción de los mercados de que la Unión Europea y España no cuentan con un plan estratégico a medio y largo plazo bien diseñado y eficaz, con el que asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas, el crecimiento y la creación de empleo.

Como ya se ha afirmado anteriormente en esta publicación, la LEP supone un paso adelante en la construcción de instituciones que permitan una mejora de la política fiscal basando su implementación en el concepto del "déficit estructural", potenciando el efecto estabilizador de la política fiscal, limitando la discrecionalidad y estableciendo mecanismos creíbles de control sobre las comunidades autónomas. Por lo tanto, **la LEP ha puesto a España como líder dentro de Europa en la aprobación de este tipo de legislación**. No obstante, y de manera similar a lo que ha sucedido con el "fiscal compact" europeo, la LEP podía haber ido más lejos, como ya han hecho otros países europeos entre los que está desde hace unos meses Portugal, creando un consejo

fiscal independiente que reforzara el cumplimiento de las reglas fiscales. Adicionalmente, ha sido de particular importancia la inclusión en la LEP de mecanismos de control sobre las comunidades autónomas. Una vez diseñados **estos mecanismos deben ser aplicados de manera inmediata si las CC.AA. no presentan planes de ajuste creíbles o se desvían de ellos de forma injustificada**. A este respecto, el Gobierno, tras la presentación de los Presupuestos Generales del Estado, ha requerido de los gobiernos regionales nuevos planes de ajuste que tomen en cuenta los supuestos ahí presentados. Dichos planes son cruciales ya que las medidas anunciadas hasta ahora, aunque van más lejos de lo necesario para reducir gradualmente el déficit estructural, no garantizan que se alcance el objetivo de déficit del 5,3% del PIB a finales de 2012.

En cualquier caso, se hace evidente que la preocupación por la interacción entre la consolidación fiscal y el crecimiento preocupa cada vez más a los acreedores internacionales de la economía española. El considerable tamaño del ajuste al que se enfrentan las cuentas de las administraciones públicas es inédito en economías desarrolladas durante un período de recesión como el que atraviesa España. Más aún, el incremento que se observa en las primas de riesgo limita el impacto compensador que puede tener la política monetaria y, por tanto, puede potenciar su efecto negativo sobre la actividad. En estas circunstancias, **es bienvenida la implementación del Plan de Pago a Proveedores, que inyectará 2,5 puntos de PIB al sector privado** y que concentrará su impacto en empresas que pueden verse especialmente afectadas por el proceso de consolidación fiscal. Aunque el contexto actual aumenta la incertidumbre de los resultados, **dicho plan podría llegar a generar un impulso positivo cercano a un punto del PIB**. En cualquier caso, dicho efecto es temporal y no compensará totalmente el ajuste fiscal previsto para 2012. España es buen ejemplo de que Europa debe revisar su estrategia de consolidación fiscal de manera que, como plantea el nuevo Tratado de Estabilidad, se eviten ajustes excesivamente procíclicos y se fijen objetivos anuales de reducción del déficit estructural a través de planes plurianuales creíbles y realistas, con medidas concretas, detalladas y bien diseñadas, que convengan del compromiso de los países europeos con la sostenibilidad de su deuda pública.

Al mismo tiempo, es imprescindible que continúe el avance con las reformas que incrementan la capacidad de crecimiento de la economía española. A este respecto, **la reforma laboral supone una mejora sustantiva respecto a la legislación** anterior ya que posibilita una mayor flexibilidad interna, prioriza los convenios de empresa, incentiva la contratación indefinida, elimina incertidumbres jurídicas y potencia la formación y aprendizaje de los jóvenes. A corto plazo, esta reforma debe servir para mejorar la confianza y reducir la destrucción de empleo mediante ajustes de jornada y de salarios como alternativa al despido. **A largo plazo, se estima que el impacto que puede tener dicha reforma podría suponer un 10% más de empleo**, lo que representaría una mejora significativa. Sería conveniente aprovechar su tramitación parlamentaria para simplificar el número de contratos, reducir aún más la dualidad existente entre trabajadores indefinidos y temporales, y eliminar las discontinuidades en el tamaño de las empresas para la aplicación de algunas de las mejoras introducidas. Por otro lado, en la Actualización del Programa de Estabilidad, el Gobierno ha anunciado la posibilidad de modificar la carga impositiva, con el objetivo de hacerla más eficiente e impulsar el empleo. En particular, **una “devaluación fiscal” que incremente la imposición indirecta y reduzca la carga sobre el trabajo**, de tal manera que sea neutral en términos de recaudación, **podría ser especialmente positiva para la creación de empleo**<sup>1</sup>.

Junto con los avances en la consolidación fiscal y las reformas estructurales, queda por **completar el proceso de reestructuración bancaria en marcha**. En la medida que definitivamente termine configurándose un sistema saneado y solvente, las entidades bancarias resultantes no tendrán problemas para gestionar con normalidad futuras pérdidas potenciales adicionales en sus carteras, causadas por la propia evolución del ciclo económico adverso.

Además de un buen diseño y de una ejecución tenaz y rigurosa de las medidas que se han discutido anteriormente tanto para Europa como para España, **aumentar la credibilidad exige también invertir en estrategias de comunicación que sean eficaces para reducir las incertidumbres actuales**. En la medida que la completa eliminación de los desequilibrios existentes va a llevar años, los mercados, los agentes económicos y, sobre todo los ciudadanos deben tener claro que las administraciones públicas españolas y las instituciones europeas cuentan con planes integrales a corto y largo plazo, coherentes y bien coordinados entre las distintas administraciones e instituciones, con los que llevar a cabo la consolidación fiscal, las reformas estructurales y la reestructuración bancaria.

1: Véase, por ejemplo, [Situación España, marzo 2009](#).

## 2. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos

### **El crecimiento global se recuperará gradualmente con mayores diferencias entre las principales áreas. Pero los riesgos sobre el crecimiento están fuertemente sesgados a la baja**

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Así, se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido -pero modesto- dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que incrementa la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento del crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte registrado después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicadas hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil, de la mano de una política monetaria más acomodaticia, y en México, que mantiene un crecimiento superior al 3,5% ayudado por la demanda de EE.UU., la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiación. Por otro lado, EE.UU. continuará registrando tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente inferiores que en recuperaciones anteriores. En cualquier caso, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro durante 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas continúen tomando acciones que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de nuestro anterior escenario, publicado en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con las economías emergentes contribuyendo en un 80% a este crecimiento (véase el Gráfico 1). Pero, como se mencionó previamente, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa y, por lo tanto, los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

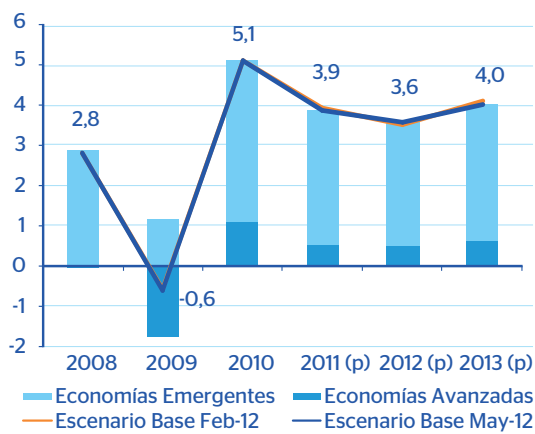
En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia de los bancos centrales y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Entretanto, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

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. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina -disminución en la primera, pero estable en la segunda- condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de las economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y que es probable que se produzca un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

## Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

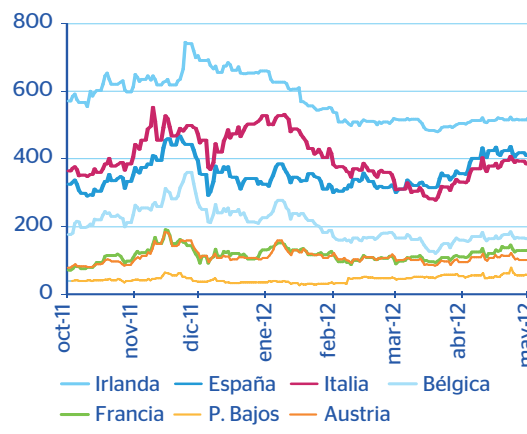
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del sector privado, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo como consecuencia, entre otros factores, de la fatiga reformadora y 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 (ESM) cuya capacidad para otorgar nuevos préstamos asciende a 500mm de euros lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, debido, en primer lugar, a que las necesidades de financiación de España e Italia durante los próximos 3 años son superiores a esa cifra y, en segundo lugar, a la presunción de que los préstamos del ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, 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. Además, el tratado fiscal europeo (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 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" puede presentar al tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del Banco Central Europeo (BCE) o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta 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 recrudescimiento 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 en el 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) dudaban de la capacidad de muchos países de la

periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre de 2011 (véase el Gráfico 2).

El corto efecto 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 salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, que es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no arriesgarse a ser señalado por los mercados), apuntando a 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.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones puede surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales –y un referéndum– en muchos países europeos: Francia, Grecia, dos estados de Alemania, Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año.

## **Los precios actuales del petróleo tendrán sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Sin embargo, un fuerte repunte adicional de los precios representa un riesgo elevado**

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica de entre 10 y 15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP). En el escenario base, se consideran unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012 (alrededor de un 20% más alto que en las previsiones realizadas hace 3 meses). Esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Lo anterior, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si las tensiones políticas se intensifican, podría haber un aumento más fuerte y brusco en los precios del crudo que, incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, podría dañar el crecimiento por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. La probabilidad de un escenario como este es reducida pero de materializarse tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

## 3. Perspectivas de crecimiento de la economía española: se confirma la recesión

### **A pesar de que se han despejado algunas dudas inherentes a la política económica...**

Durante los últimos tres 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 Banco Central Europeo (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 del Estado, la implementación de una reforma laboral ambiciosa, y el anuncio de una nueva reforma del sector financiero.

### **...se mantiene nuestro diagnóstico sobre la precariedad de los determinantes fundamentales de la economía española en el corto plazo**

A pesar de lo anterior, se ha confirmado la entrada de la economía española en un nuevo periodo recesivo. En primer lugar, se estima que el acceso a la financiación externa continuará siendo limitado y relativamente caro para el sector privado, por la falta de una resolución definitiva de los problemas de gobernanza que aquejan a la Unión Europea. En segundo lugar, las perspectivas de crecimiento en Europa siguen apuntando a una contracción moderada para el conjunto de 2012, que se traducirá en una demanda débil de las exportaciones españolas. En tercer lugar, la presión al alza sobre los precios del petróleo supone un sesgo adicional a la baja sobre el crecimiento, aunque de una magnitud moderada por ser de naturaleza transitoria y no exclusivamente explicada por factores relacionados con un riesgo geopolítico.

En lo que respecta a los condicionantes domésticos, la evolución reciente de la economía se ha situado en línea con nuestras expectativas, tanto durante el cuarto trimestre de 2011 como en el primer trimestre de 2012, tal y como se infiere de la información disponible hasta el momento de cierre de esta publicación. Sin embargo, los datos del último trimestre del año anterior revelaron una debilidad significativamente mayor de la esperada en la demanda doméstica.

Más importante es, sin embargo, la diferenciación negativa que se observa en los precios de la deuda pública española como consecuencia tanto de una desviación mayor que la esperada respecto a los objetivos de déficit público en 2011 (y por lo tanto, del incremento en el tamaño de las medidas necesarias para alcanzar la meta a final de este año), como de la falta de medidas transparentes que garanticen el cumplimiento de los objetivos de 2012 por parte de las comunidades autónomas, y a las dudas sobre la velocidad de implementación y el coste de la reforma del sistema financiero. Este aumento de la prima de riesgo intensifica el impacto negativo que el ajuste fiscal puede tener sobre la economía, al limitar la mejora en la confianza de los anuncios de política económica. Asimismo, la composición de las medidas presupuestarias, más concentradas de lo que se anticipaba en la imposición directa y en el gasto en inversión, no minimiza el impacto negativo del ajuste sobre el crecimiento.

Pese a lo anterior, existen algunos factores que continuarán actuando como contrapeso. En el corto plazo, la política monetaria (y de liquidez) por parte del BCE seguirá siendo proclive a apoyar la demanda y la estabilidad financiera. Esto, unido a los diferenciales de crecimiento entre Europa y el resto del mundo, conllevarán un euro algo más débil de lo anticipado, que podría acelerar las ganancias de competitividad de las empresas exportadoras. Asimismo, el Gobierno ha anunciado un programa de pago a proveedores, que incluye recursos en torno a 2,5 puntos de PIB, que podría llegar a tener un impacto (temporal) significativo en el gasto durante los próximos meses.



Por último, y aunque los efectos en el corto plazo pueden ser limitados, de ejecutarse de forma inmediata y efectiva, la reforma laboral podría permitir una menor destrucción de empleo en 2012 y sentar las bases para una recuperación más robusta en el medio plazo.

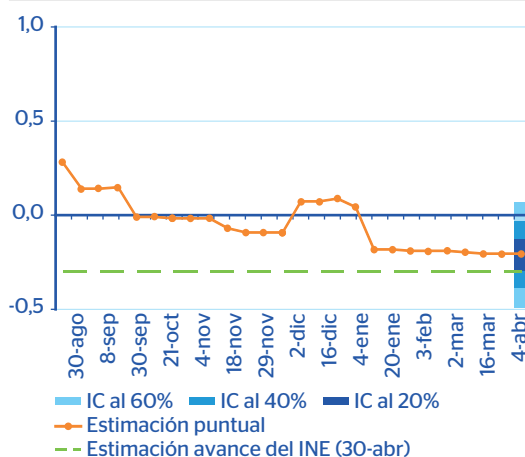
En síntesis, se prevé que la economía española continúe mostrando tasas de crecimiento negativas durante los próximos trimestres que, en el escenario más probable, supondrán una caída del PIB en torno al -1,3% para el conjunto del año. Adicionalmente, como ya se adelantaba en el último número de esta publicación, bajo las actuales circunstancias se espera que la recuperación de la economía española en 2013 sea lenta. No obstante, si bien es cierto que las innovaciones en el escenario anteriormente descritas suponen, en balance, el mantenimiento de las previsiones de crecimiento para 2012 y 2013 y que el diagnóstico sobre el proceso de ajuste en el que se encuentra inmersa la economía española no ha cambiado significativamente, es necesario resaltar que los riesgos de una contracción mayor son elevados. Dadas las necesidades de financiación externa de la economía española, la probabilidad de que se materialice un escenario de riesgo en este contexto ha aumentado.

### La economía española entró en recesión técnica en el 1T12

A falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB señala que, tras el retroceso registrado en el trimestre precedente, la economía española habría vuelto a contraerse en el 1T12, esta vez en un 0,3% t/t que, aunque no implica una aceleración significativa del deterioro, supondría la entrada en recesión técnica<sup>2</sup>. De confirmarse la estimación avance, la evolución coyuntural durante ese trimestre se habría situado en línea con nuestras expectativas (BBVA Research: -0,4% t/t; MICA-BBVA -0,2% t/t)<sup>3</sup>, que ya de forma temprana alertaban que el crecimiento para el conjunto del trimestre volvería a situarse en terreno negativo (véase el Gráfico 3), 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 (véanse los Gráficos 4 y 5). Adicionalmente, los indicadores parciales de coyuntura conocidos en la fecha de cierre de este informe señalan una nueva corrección a la baja de la demanda doméstica en el 1T12 y, en consecuencia, de las importaciones, que indican que la composición del crecimiento volvería a estar marcada por el avance de la demanda externa neta y la contribución negativa de la demanda interna (véase el Gráfico 6).

Gráfico 3

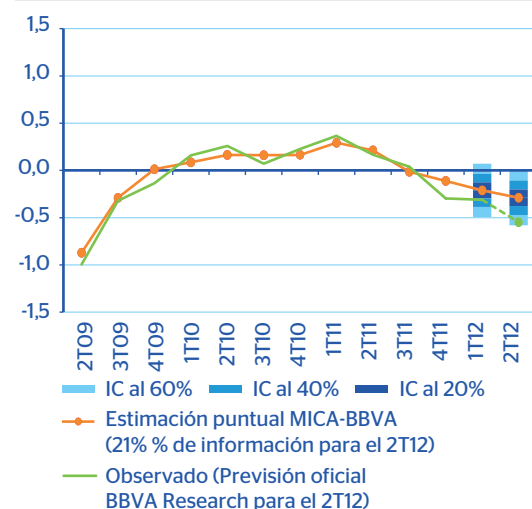
**España: previsiones de crecimiento del PIB para 1T12 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (% t/t)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Gráfico 4

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

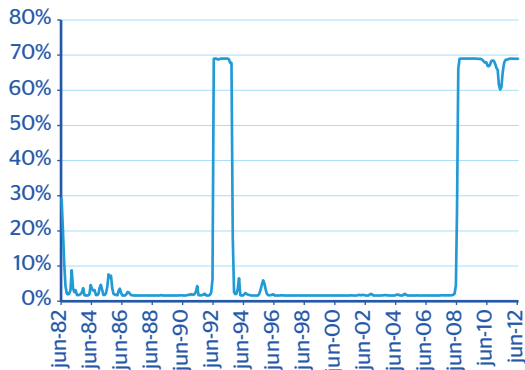


Previsión actual: 27 de abril de 2012.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

2. El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 1T12 se publicará el próximo 17 de mayo, siendo posible la revisión del dato avance.  
3. La discrepancia entre nuestra estimación central y los resultados del modelo MICA-BBVA para este trimestre se deben, al menos en parte, a que este último no contempla el ajuste de las cuentas del sector público en toda su magnitud. Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: [http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1021\\_tcm348-231736.pdf?ts=2542012](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012).

Gráfico 5

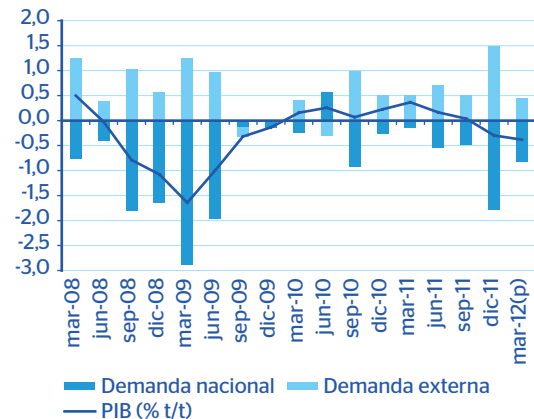
**España: probabilidad de crecimiento trimestral negativo (% t/t)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6

**España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB**



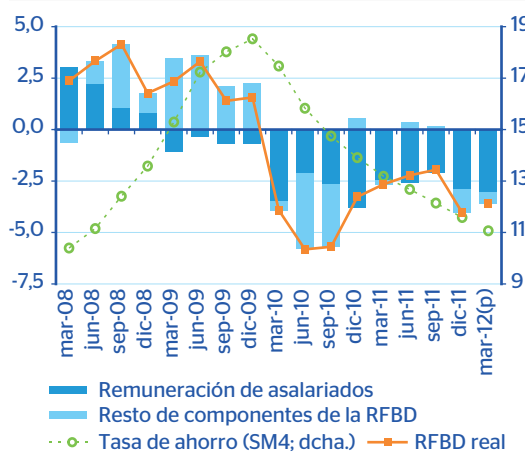
Fuente: BBVA Research a partir de INE

## La demanda doméstica privada continuó drenando crecimiento de forma significativa

Tras un cuarto trimestre de 2011 caracterizado por el desplome del consumo privado, los indicadores parciales de demanda, principalmente de bienes duraderos y, en menor medida, de servicios, sugieren que el gasto de los hogares ralentizó su deterioro entre enero y marzo del año actual. Con todo, el empeoramiento de sus determinantes habría provocado una reducción del consumo durante el 1T12 a pesar de la disminución prevista del ahorro (véase el Gráfico 7). Así, el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) y el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) sugieren que el gasto de los hogares se habría contraído en torno a un 0,6% t/t (-1,3% a/a) en 1T12 (véase el Gráfico 8).

Gráfico 7

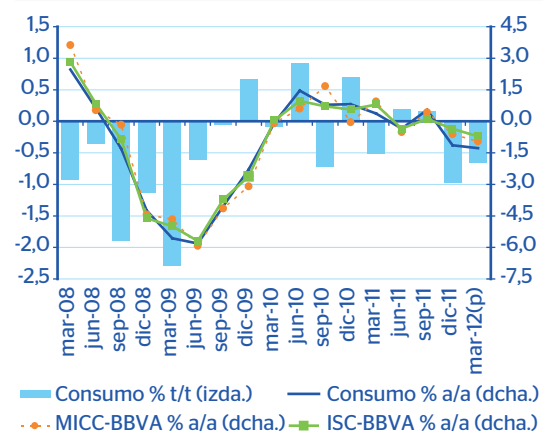
**España: contribuciones al crecimiento interanual de la RFBD real\* y tasa de ahorro de los hogares (%)**



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

Gráfico 8

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

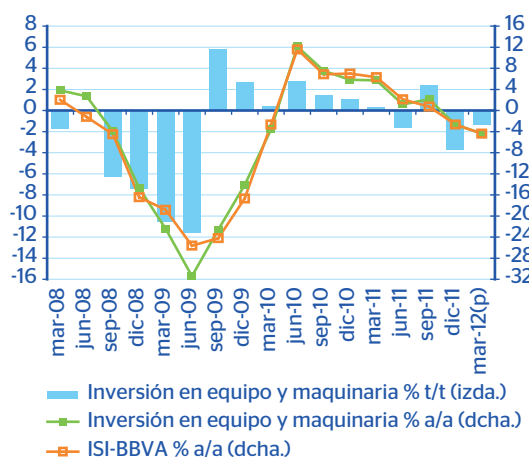


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por su parte, si en el último trimestre del año anterior los indicadores parciales asociados a la inversión en equipo y maquinaria apuntaban hacia una caída importante de esta partida de la demanda, los datos de los primeros meses del año revelan un deterioro menos acusado en el conjunto del 1T12. Entre los indicadores que constatan esta tendencia, destaca la confianza en los productores de bienes de equipo, que en el primer trimestre se mantuvo prácticamente estancada, después de registrar un deterioro de 20 puntos en el 4T11. En el lado negativo se encuentra el deterioro experimentado en la cartera de pedidos de bienes de equipo (-5,3 puntos) tras el

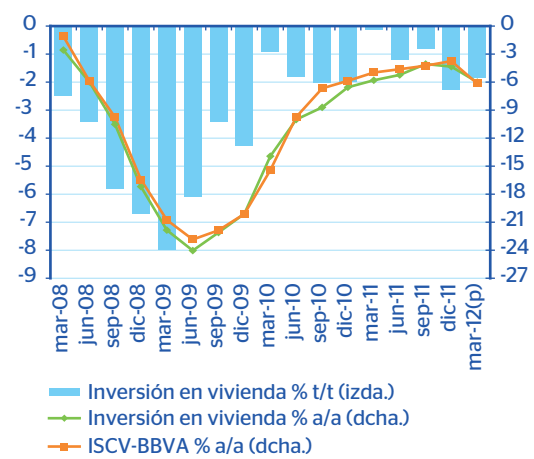
crecimiento de casi 2 puntos en el trimestre precedente. En síntesis, tal y como viene ocurriendo en los últimos trimestres, ante la debilidad de la demanda doméstica, la inversión empresarial vuelve a encontrar en la demanda externa su principal soporte. Así, el tono menos negativo que se espera para las exportaciones en el 1T12, tras el retroceso del trimestre anterior, y la caída menos pronunciada de los indicadores parciales relacionados con la inversión en equipo y maquinaria, justificarían una reducción del ritmo de deterioro de esta partida de la demanda que, tal y como adelanta el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA), se habría situado en torno al 1,4% t/t (-4,3% a/a) en 1T12 (véase el Gráfico 9).

Gráfico 9  
**España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 10  
**España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en vivienda**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por su parte, sigue sin vislumbrarse un cambio de tendencia en el sector inmobiliario y los indicadores disponibles en los primeros meses del 1T12 siguen reflejando la debilidad del sector. Así, el indicador sintético de la inversión en vivienda (ISCV-BBVA) apunta a una nueva contracción en el primer trimestre del año (-1,8% t/t, -6,0% a/a) (véase el Gráfico 10). Además, en los dos primeros meses del año se observa un estancamiento de las transacciones en términos intermensuales, una vez corregida la serie de variaciones estacionales y efectos de calendario (CVEC). La demanda, por tanto, se mantendría en los valores mínimos alcanzados en el segundo semestre de 2011.

La posición cíclica de la economía, el mantenimiento de las expectativas de disminución de los precios y las dificultades de acceso al crédito habrían seguido siendo los factores más influyentes tanto en la evolución de la demanda como de la oferta residencial, condicionada por el necesario proceso de desapalancamiento de las empresas constructoras y promotoras. En consecuencia, la actividad sigue en mínimos, como reflejan los visados de construcción de vivienda de obra nueva que volvieron a contraerse los dos primeros meses del año. Aunque la reducción de la actividad favorece la absorción de la sobreoferta de viviendas, la contracción de la demanda hace que la reducción de este stock esté avanzando a ritmo lento. Nuestras estimaciones indican que a finales de 2011 la sobreoferta se habría situado en el entorno del 4,0% del parque de viviendas, ligeramente por debajo del 4,1% del año precedente.

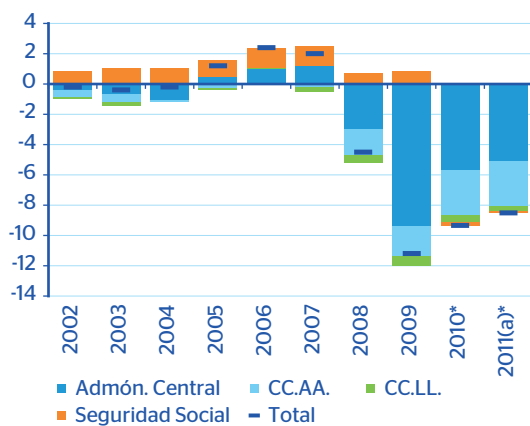
## Los datos de la ejecución presupuestaria anticipan que la mayor parte del ajuste de la demanda pública se llevará a cabo en la parte central del ejercicio

La información sobre el cierre del año 2011 confirmó una desviación del déficit público sobre el objetivo de 2,5pp del PIB. La reducción del gasto de las AA.PP., observada tanto en las cuentas del Estado como de las comunidades autónomas, no fue suficiente como para compensar la fuerte caída de los ingresos públicos, por lo que el déficit del conjunto de administraciones públicas se elevó hasta el 8,5% del PIB, lo que supone un incumplimiento generalizado en todos los niveles de la

administración (véase el Gráfico 11). Esta importante desviación sobre el objetivo del déficit eleva la presión del ajuste fiscal en el año 2012, afectando al crecimiento de la demanda interna de este año.

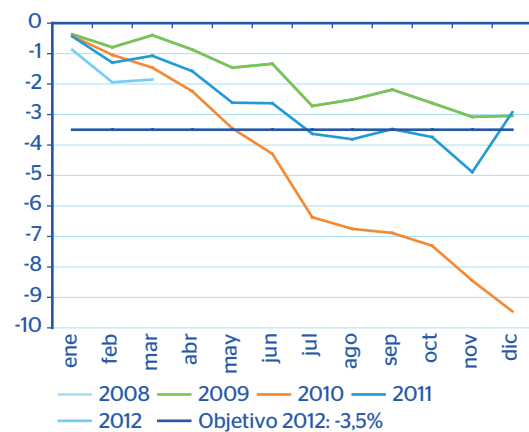
Los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado arrojan un déficit acumulado a 1T12 del 1,9% del PIB. Pese a que comienzan a observarse los primeros efectos de las medidas de ajuste fiscal, éste no ha sido suficiente como para compensar la pobre evolución de los ingresos, cuyo crecimiento interanual continúa en terreno negativo, mientras que todavía no se observa una reducción sustancial en los gastos más allá de los empleos de capital (véase el Gráfico 12). A la luz de esta información, y a la espera de conocer el desempeño de las comunidades autónomas, se espera que el consumo público haya caído ligeramente en este primer trimestre del año, concentrando la mayor parte del ajuste necesario en la parte central de 2012. Por su parte, el esfuerzo de consolidación fiscal sigue centrándose en el recorte de la inversión, por lo que la obra pública y, muy probablemente, la construcción no residencial habrían mantenido un proceso de contracción, aunque con menor intensidad que en el trimestre precedente.

Gráfico 11  
**AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-)  
de financiación (Base 2008. % PIB)**



(\*) Sin tener en cuenta el efecto de la liquidación negativa de la financiación de las administraciones territoriales.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 12  
**Estado: capacidad (+)/ necesidad (-)  
de financiación (Base 2008. % PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

## La actividad exportadora muestra un tono menos negativo que en el 4T11 y el sector exterior mantiene su contribución positiva al crecimiento

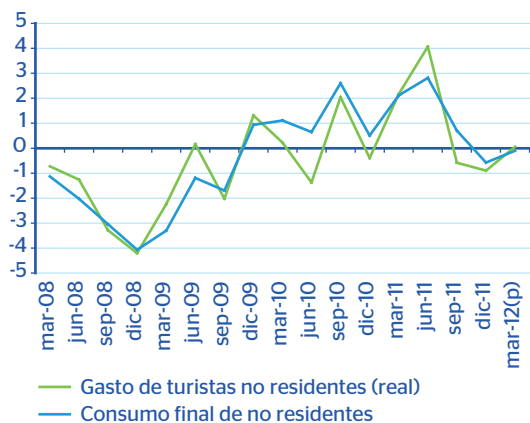
La perspectiva de una contracción más moderada que la inicialmente esperada en Europa y la previsión de mayores ganancias de competitividad -gracias a un euro más débil y a la evolución favorable de los precios relativos- apuntan a un mejor comportamiento de las exportaciones que el observado en el trimestre anterior que, sin embargo, no habría sido suficiente para evitar que el 1T12 se cerrase con un estancamiento o, incluso, una ligera contracción. No obstante, cabe destacar que los datos registrados entre enero y marzo han estado marcados por fuertes altibajos que, en todo caso, aumentan la incertidumbre y no permiten descartar un repunte en el tramo final del trimestre. En concreto, los datos de exportaciones de bienes provenientes de Aduanas mostraron en enero una recuperación que seguidamente se corrigió a la baja en febrero. Asimismo, el indicador de exportación de bienes y servicios de grandes empresas evidenció un avance en enero que también se habría enfriado en los siguientes meses. Sin embargo, la cartera de pedidos de exportaciones de la industria adelanta un mejor desempeño para el final del primer trimestre, ya que en marzo recuperó 4,3 puntos hasta ubicarse 7 puntos por encima de su media histórica.

En la misma línea se habrían comportado las exportaciones de servicios turísticos durante el primer trimestre del año. Los indicadores parciales de coyuntura evidencian que el consumo de no residentes en el territorio español habría mostrado un tono menos contractivo que el observado en el trimestre precedente, a pesar de la incidencia todavía negativa de la confianza y la actividad en Europa y, en esta ocasión, de la debilidad de la demanda turística invernal (véase el Gráfico 13). De hecho, el

comportamiento del turismo no vinculado a la demanda estacional de invierno mostró una evolución más positiva. Así, mientras que entre diciembre y febrero las entradas de turistas aumentaron un 2,8% a/a para el conjunto de España, en Canarias se expandieron a un ritmo del 8,7%.

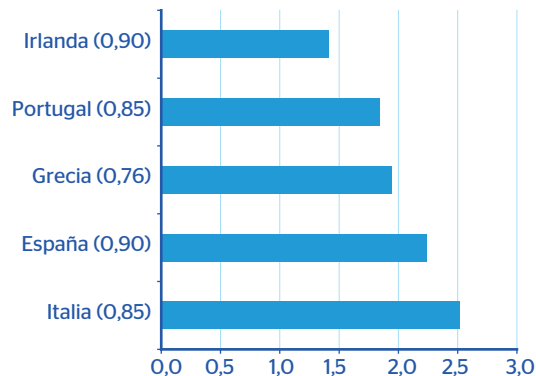
Si bien los indicadores parciales conocidos hasta la fecha dan cabida a un cierto optimismo respecto a la evolución de las exportaciones, las importaciones de bienes y servicios habrían mantenido un tono claramente contractivo en 1T12 condicionado por la adversa evolución de la demanda interna. En particular, como se observa en el Gráfico 14, el elevado contenido importador de la economía española, que estaría detrás de esta pauta, evidencia que históricamente los flujos de importaciones presentan una reacción ante variaciones en la demanda interna y/o en las exportaciones que, desde un punto de vista comparado, es más robusta y elevada que en otros países de la periferia de Europa. En resumen, el mejor tono exportador y el deterioro de las importaciones permiten adelantar que durante el primer trimestre de 2012 la demanda externa neta continuó contribuyendo positivamente al crecimiento, perfilándose nuevamente como soporte de la actividad económica.

Gráfico 13  
**España: gasto de los turistas extranjeros y consumo de no residentes (t/t, %, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE e Instituto de Estudios Turísticos (EGATUR)

Gráfico 14  
**Elasticidad de las importaciones totales a la demanda interna + exportaciones, promedio 1991-2011 (%)**



Nota: entre paréntesis se señala el porcentaje de varianza explicada de las importaciones por la demanda interna + exportaciones.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE y AMECO

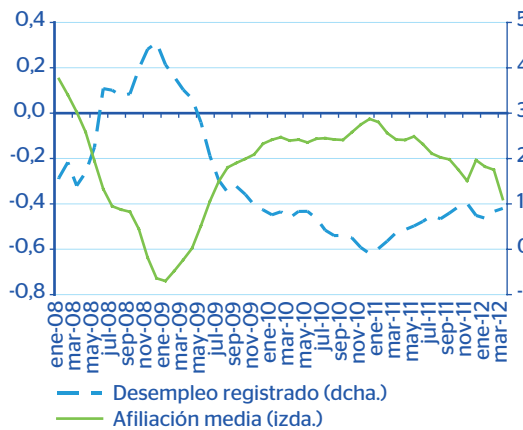
## El deterioro del empleo confirma la contracción de la economía en el 1T12

Cuando se excluyen los cambios provocados por motivos estacionales y de calendario, los registros del mercado laboral muestran que el ritmo de destrucción de empleo se intensificó ligeramente entre enero y marzo. Así, la afiliación media a la Seguridad Social cayó un 0,9% t/t CVEC en 1T12, una décima más que en el trimestre precedente; por la evolución desfavorable de la construcción, de los servicios y, en menor medida, de la industria. Por el contrario, el aumento del desempleo registrado se ralentizó tres décimas hasta el 2,4% t/t CVEC (véase el Gráfico 15)<sup>4</sup>. En líneas generales, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 1T12 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro. La intensa caída del empleo (-374,3 miles de personas, -256 mil CVEC), concentrada principalmente en los asalariados con contrato temporal y en los trabajadores del sector servicios, contribuyó a reducir los incentivos a participar en el mercado laboral, lo que se tradujo en una disminución de la población activa en 8,4 miles de personas. En consecuencia, la tasa de desempleo aumentó en 1,6pp hasta el 24,4% de los activos (24,0% CVEC), mientras que la de temporalidad se redujo en 1,3pp hasta el 23,8% (véase el Gráfico 16).

4: Los registros de abril indican que el mercado laboral continuó deteriorándose. Cuando se corrigen las cifras de estacionalidad y calendario, se estima una disminución de la afiliación a la Seguridad Social de 71 mil personas y un aumento del paro registrado de 61 mil.

Gráfico 15

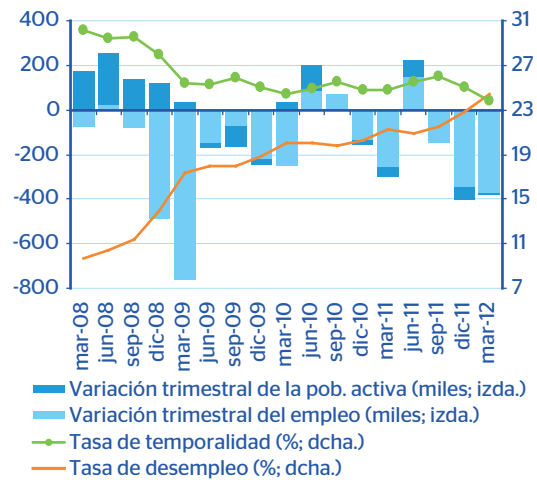
**España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (MM3, % m/m, datos CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de MESS y SEPE

Gráfico 16

**España: indicadores del mercado laboral**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

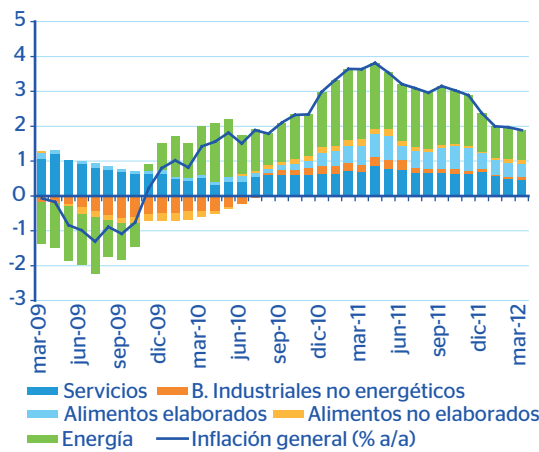
## La senda de desaceleración de la inflación se interrumpe por el alza en los precios del petróleo

Durante el primer trimestre del año, tanto la inflación general como la subyacente se mantuvieron relativamente estables en torno al 2,0% a/a y al 1,2% a/a, respectivamente. Así, se interrumpe la senda de desaceleración que venían registrando los precios al consumo desde el máximo de abril de 2011 (+3,8% a/a), que se correspondía con la absorción del efecto base generado tanto por el repunte del precio de las materias primas a finales de 2010 y principios de 2011, como de los cambios impositivos experimentados en la economía española en el 2S10. Detrás de esta interrupción en la tendencia se encuentra, fundamentalmente, el incremento reciente de los precios del petróleo que, en promedio, se ha saldado con crecimientos intermensuales del componente energético del IPC en torno al 1,8% durante el 1T12 (+7,8% a/a). En balance, de la inflación general registrada a finales del primer trimestre (1,9% a/a en marzo), todavía 1,0pp se atribuyen exclusivamente al componente energético y a los alimentos no elaborados, mientras que tan sólo 0,9pp al subyacente que, en línea con la elevada tasa de desempleo, sigue constatando la ausencia de presiones inflacionistas de demanda (véase el Gráfico 17)<sup>5</sup>. Por su parte, los registros del IPCA señalan que durante el primer trimestre del año el diferencial de inflación respecto a la zona euro se mantuvo favorable a España en torno a los -0,8pp, mientras que a impuestos constantes, los datos más recientes (correspondientes a diciembre de 2011), sitúan el diferencial en torno a 0,1 pp en el 2S11 (véase el Cuadro 1).

5. En línea con nuestras expectativas, el indicador adelantado del IPC señala una aceleración de la inflación anual en abril hasta el 2,0%, que se corresponde principalmente con el incremento de los precios de la energía y los alimentos. En lo que respecta a la energía, además del repunte de los precios de los carburantes, habría incidido ese mes el incremento de los precios regulados (gas y electricidad) que entró en vigor desde principios del mes. Por su parte, el precio de los alimentos elaborados estaría condicionado por el incremento de los precios del tabaco tras los cambios impositivos introducidos también a principios del mes.

Gráfico 17

**España:**  
**contribuciones al crecimiento de la inflación general**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 1

**España:**  
**diferencial de inflación respecto al área del euro**

		A impuestos constantes	
		Total	constantes
2008	1S	1,1	1,2
	2S	0,7	0,7
2009	1S	-0,7	-0,9
	2S	-0,4	-0,7
2010	1S	0,4	0,1
	2S	0,4	-0,4
2011	1S	0,7	-0,2
	2S	0,0	0,1
2012	1T	-0,8	n.d.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

## Se mantiene el diagnóstico sobre la economía española de recesión en 2012 y lento crecimiento en 2013

Como adelantábamos en la introducción de esta sección, a pesar de que se han despejado algunas dudas inherentes a la política económica, se mantiene nuestro diagnóstico sobre el empeoramiento de los determinantes de la evolución de la economía española en el corto plazo, lo que supone la confirmación de la entrada en un nuevo periodo recesivo que probablemente se prolongará hasta finales del año. Estas perspectivas de crecimiento para la economía española seguirán estando profundamente marcadas por una elevada heterogeneidad en la evolución de las economías regionales, producto tanto de la distinta incidencia de los factores que condicionan el escenario macroeconómico, como del distinto punto de partida (véase el Recuadro 1). Con todo, 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.

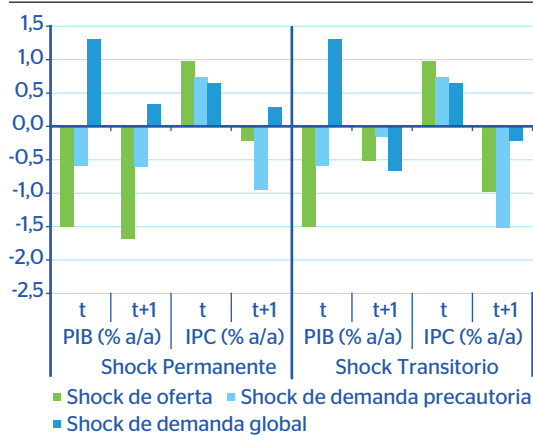
Empezando por los factores externos, la inestabilidad en los mercados de capitales y de deuda soberana en Europa seguirá pesando sobre el coste de financiación a medio y largo plazo de la economía española, aunque la política monetaria y las medidas no convencionales de liquidez del BCE previsiblemente 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 hace tres meses y de que el crecimiento global, junto con un euro algo más débil de lo anticipado, actuarán como soporte.

A los anteriores factores externos -que ya estaban incorporados parcialmente en nuestro escenario- se suma la presión al alza sobre los precios del petróleo que supone un sesgo adicional a la baja sobre el crecimiento y al alza sobre la inflación. No obstante, ante la ausencia de presiones 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 contractivo sobre el PIB (véanse los Gráficos 18 y 19)<sup>6</sup>.

6: Los detalles sobre el VAR estructural con restricciones de signo del que se derivan las estimaciones presentadas se pueden encontrar en el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente a mayo de 2011, disponible en: [http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/1105\\_Situacionespana\\_tcm346-256519.pdf?ts=1742012](http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf?ts=1742012).

Gráfico 18

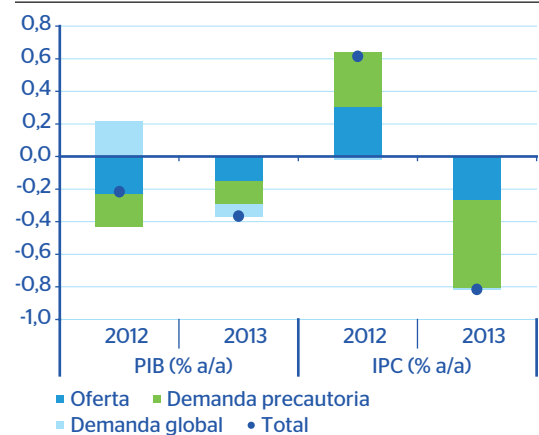
**España: impacto de un aumento de los precios del petróleo del 30% por tipología de shock (desviación respecto al escenario base)**



Nota: en el caso de los shocks transitorios el precio de petróleo retorna a su senda base en un año.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 19

**España: impacto del repunte actual de los precios del petróleo sobre la actividad y los precios (desviación respecto al escenario anterior)**



Nota: teniendo en cuenta que no se anticipan presiones inflacionistas de demanda interna significativas en el contexto actual, en este ejercicio se ha restringido la reacción de la política monetaria a la presión al alza de los precios tras la materialización del shock.  
Fuente: BBVA Research

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, aunque en línea con lo que adelantábamos hace tres meses. 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 ya se descontaba en la anterior edición de esta publicación, el Gobierno ha presentado las medidas discrecionales necesarias para corregir la desviación de la senda de consolidación fiscal registrada en 2011 que, a la luz del escenario macroeconómico, se saldará con la reducción del déficit de 3,2pp hasta el 5,3% del PIB durante el presente año. Como se especifica en el Recuadro 2, aunque las medidas anunciadas sugieren que globalmente el ajuste fiscal es factible y que los objetivos del Estado son creíbles, carecen de medidas concretas y transparentes que garanticen el estricto cumplimiento de los objetivos establecidos para las comunidades autónomas. Dichas dudas, junto con las inherentes a la desviación respecto a los objetivos en 2011, y al significativo tamaño de la consolidación fiscal en 2012, junto a la velocidad de implementación y al coste 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 tener 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 tampoco minimizará el impacto negativo del ajuste.

A pesar de lo anterior, existen igualmente 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. Como se expone en el Recuadro 3, 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 previamente descontado por los acreedores, así como de su grado de liquidez. En segundo lugar, la reforma del mercado de trabajo aprobada en febrero<sup>7</sup> podría facilitar el necesario reequilibrio

7: 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>.



entre el ajuste del margen extensivo (ocupados) y el intensivo (horas de trabajo y remuneración)<sup>8</sup> 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 plazo. De este modo, se sientan las bases para que se produzca una recuperación más robusta en el medio plazo, y para elevar el crecimiento potencial de la economía en el largo plazo. En el Recuadro 4 se realiza una evaluación de la reforma laboral y se sugieren algunas líneas de mejora y medidas complementarias.

Una vez descontados los anteriores factores, junto al resto de innovaciones de menor calado sobre nuestras previsiones de febrero, es de prever que la economía española continúe registrando tasas de crecimiento intertrimestrales negativas durante los próximos trimestres, lo que supone, en el escenario más probable, una contracción del PIB en torno al -1,3% para el conjunto de 2012. Asimismo, es de esperar que la recuperación a partir de 2013 sea lenta, con tasas de crecimiento del PIB positivas, aunque de una magnitud moderada, que darían lugar a un crecimiento en el entorno del 0,6% (véase el Cuadro 2). 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 de 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.

Cuadro 2  
**España: previsiones macroeconómicas**

(% a/a salvo indicación contraria)	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)
<b>Gasto en Consumo Final Nacional</b>	0,4	-0,8	-0,6	-1,8	-2,4	-0,7	-3,6	-2,1
G.C.F Privado	0,4	-0,3	0,5	-1,1	-1,3	-0,1	-2,0	-0,9
G.C.F Hogares	0,4	-0,3	0,5	-1,1	-1,3	-0,14	-2,0	-0,9
G.C.F AA.PP	0,6	-2,1	-3,6	-3,6	-5,4	-2,2	-8,0	-5,6
<b>Formación Bruta de Capital</b>	-4,8	-5,4	-4,2	-6,6	-7,5	-5,2	-7,5	-1,0
Formación Bruta de Capital Fijo	-4,9	-5,4	-4,0	-6,2	-7,3	-5,1	-7,4	-1,0
Activos Fijos Materiales	-5,3	-5,6	-4,3	-6,5	-7,5	-5,4	-7,8	-1,2
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	5,5	1,0	2,2	-2,7	-4,3	1,5	-4,5	2,9
Equipo y Maquinaria	5,7	1,1	2,2	-2,7	-4,3	1,6	-4,6	2,8
Construcción	-9,2	-8,1	-7,0	-8,2	-9,0	-8,1	-9,2	-3,2
Vivienda	-5,8	-5,2	-4,1	-4,3	-6,0	-4,9	-6,6	-1,6
Otros edificios y Otras Construcciones	-12,4	-10,8	-9,7	-11,9	-11,8	-11,2	-11,8	-4,9
Activos Fijos Inmateriales	1,5	-3,1	2,0	-0,3	-4,0	0,0	-2,3	2,4
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,8</b>
Exportaciones	13,1	8,8	9,2	5,2	3,2	9,1	4,0	8,9
Importaciones	6,0	-1,3	0,9	-5,9	-7,0	-0,1	-6,2	1,6
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>1,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>
<b>PIB pm</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,6</b>
<b>Pro-memoria</b>								
PIB sin inversión en vivienda	1,5	1,3	1,2	0,6	-0,1	1,2	-0,9	0,7
PIB sin construcción	2,9	2,5	2,2	1,7	1,0	2,3	0,0	1,1
Empleo total (EPA)	-1,3	-0,9	-2,1	-3,3	-4,0	-1,9	-4,6	-2,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	21,3	20,9	21,5	22,8	24,4	21,6	24,6	24,8
Empleo total (e.t.c.)	-1,6	-1,3	-2,0	-3,3	-3,8	-2,0	-4,3	-2,0

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

8: 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/BBVAResearch/KETD/fbin/mult/1202\\_Situacionespana\\_tcm346-286235.pdf?ts=942012](http://www.bbva.com/BBVAResearch/KETD/fbin/mult/1202_Situacionespana_tcm346-286235.pdf?ts=942012).

## El deterioro de los fundamentales supondrá un empeoramiento significativo tanto de la demanda doméstica como de las importaciones, así como una desaceleración de las exportaciones

En primer lugar, el detalle de las medidas presentadas para corregir la desviación del déficit público respecto a los objetivos de 2011, y que permitan cumplir los compromisos alcanzados para 2012, supone una revisión a la baja del gasto público que, en términos reales de la Contabilidad Nacional de España (CNE), se saldaría previsiblemente con una caída del 8,0% del consumo público y del 5,6% de la inversión en construcción no residencial en 2012. Dicho tono contractivo se prolongaría durante 2013, que según nuestras estimaciones, se cerraría con un retroceso del consumo público en torno al 5,6% y de la inversión en otras construcciones del 4,9%.

En lo que respecta al consumo privado, la degradación prevista de sus determinantes anticipa una caída del gasto durante todo 2012 y la primera mitad de 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 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.

Por su parte, la inversión en equipo y maquinaria continuará influenciada por la debilidad de la demanda doméstica y por las dificultades de acceso al crédito. Sin embargo, un deterioro de la economía europea algo menor del esperado hace tres meses y una depreciación del euro superior a la anticipada, supondrán una caída de la inversión empresarial en 2012 ligeramente inferior a la prevista inicialmente aunque, en todo caso, seguirá siendo importante (-4,6% a/a). En 2013 se producirá una recuperación de la inversión empresarial (+2,4%), sustentada fundamentalmente en la ganancia de competitividad de las empresas exportadoras y en una mayor demanda externa.

En lo que respecta a la inversión en vivienda no se incorporan cambios relevantes respecto a lo que adelantábamos hace tres meses. El deterioro de la economía y las tensiones financieras que siguen dificultando el acceso al crédito condicionarán la marcha del mercado residencial durante 2012. De hecho, no se espera que las medidas fiscales que entraron en vigor a comienzos de año<sup>9</sup> vayan a tener un impacto significativo en la inversión en el corto y medio plazo. En este sentido, resultan esclarecedores los datos de inversión residencial observados durante la última parte del pasado año, que no parecen haberse visto muy influenciados por la rebaja temporal del IVA de la vivienda al 4% que entró en vigor en septiembre de 2011. En consecuencia, se mantiene la previsión de caída de la inversión residencial para 2012 en el entorno del 6,6% a/a y se espera que la recuperación, aunque de manera lenta, se inicie en la última parte de 2013 (-1,6% a/a para el conjunto del año). En cualquier caso, se debe tener en cuenta que tras estas previsiones para la economía española existen comportamientos muy diferenciados por áreas geográficas, unas diferencias que probablemente se mantendrán debido al distinto ritmo al que vienen ajustándose los mercados inmobiliarios regionales, las distintas necesidades de ajuste fiscal autonómico y la diferente velocidad a la que evolucionarán las economías territoriales.

Finalmente, en lo referente al sector exterior, se registra una mejora en las perspectivas de exportación en el horizonte temporal 2012-2013 respecto a lo anticipado en la anterior edición de esta publicación. Dicha mejora se corresponde con la revisión al alza de las expectativas de crecimiento en la UEM y con las previsibles ganancias de competitividad-precio, especialmente marcadas en el año en curso, que se derivan tanto de la mayor depreciación prevista del euro como de la evolución favorable del diferencial de precios con los principales socios comerciales de la economía española. Así, se prevé que las exportaciones de bienes y servicios crezcan un 4,0% en 2012, lo que en todo caso supone una significativa desaceleración respecto al crecimiento registrado en los dos años anteriores (13,5% y 9,1% en 2010 y 2011, respectivamente)<sup>10</sup>. En 2013, una

9: Recuperación de la deducción por compra de vivienda para rentas medias y altas con carácter indefinido y mantenimiento del IVA superreducido durante 2012.

10: En el caso del turismo, el cierre de los mercados del sur del Mediterráneo, que explica en buena parte los resultados positivos de 2011, podría continuar incidiendo positivamente en 2012.

vez que la economía europea se distancie de las cotas de crecimiento negativas, las exportaciones españolas volverían a retomar un ritmo de crecimiento más vigoroso, hasta el entorno del 8,9%. Por su parte, la senda importadora de la economía se revisa a la baja dado el lastre que ejerce la demanda doméstica, anticipando un bienio 2012-2013 caracterizado por la fuerte contribución de la demanda exterior neta al crecimiento económico y la corrección del saldo deficitario por cuenta corriente, esta última a pesar del previsible efecto negativo que el aumento temporal del precio del petróleo ejercerá sobre las necesidades de financiación con el exterior<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup>: Las estimaciones disponibles apuntan a un deterioro del saldo por cuenta corriente en torno a 0,7 décimas de PIB ante un incremento del 25% en el precio del petróleo.

## Recuadro 1. Economías regionales: la apertura exterior y el impacto diferencial del ajuste fiscal, claves para la heterogeneidad en el crecimiento

Tras los datos negativos de finales de 2011, la coyuntura de las distintas regiones muestra que, como sucede con el conjunto de la economía, el deterioro de la actividad se mantuvo en general a lo largo del primer trimestre. Los factores internos que se encuentran tras este comportamiento siguen siendo los mismos que entonces y, posiblemente, continuarán siendo los que condicionen la evolución de cada comunidad a lo largo de 2012 y 2013, mientras que por el lado exterior, las exportaciones podrían volver a zona positiva tras el ajuste de final de año.

En particular, la crisis está dominada por una serie de factores comunes que conducen a la recesión tanto al conjunto nacional como a todas las comunidades: crisis de deuda soberana, dificultades de financiación, necesidad de consolidación fiscal y de desapalancamiento privado, elevada tasa de desempleo, y debilidad de la demanda interna. Todo ello unido a la desaceleración del entorno internacional y, particularmente, en Europa. No obstante, las diferencias en las condiciones de partida, los ajustes que deben realizarse y el tamaño y la urgencia de los mismos dan lugar a que el impacto territorial sea distinto y, como consecuencia, a una elevada heterogeneidad en términos de crecimiento.

El crecimiento mundial previsto es resultado de un relativo dinamismo de los mercados exteriores, especialmente de los emergentes, combinado con la debilidad en Europa y la incipiente recuperación en Estados Unidos. En cualquier caso, la demanda externa sigue mostrando un mejor comportamiento que la demanda doméstica. Por tanto, aquellas regiones que tienen más vínculos con el exterior deberían verse beneficiadas por la contribución relativamente mayor de la demanda externa. Este comportamiento positivo del sector exterior en bienes apoya diferencialmente el crecimiento tanto en 2011 como en 2012 de algunas comunidades, como el País Vasco y Navarra y en menor medida el de Cataluña, Galicia o La Rioja (por la mayor orientación de sus relaciones comerciales hacia la zona euro). La orientación en los mercados de destino, además, también puede dar lugar a un impacto diferenciado. Más relevancia de los mercados emergentes permitirá una mayor contribución del sector exterior, mientras que una mayor orientación a mercados en situación de crisis (como el portugués) dificultará la recuperación.

La ventaja relativa que suponen las exportaciones también se observa en los servicios. Especialmente, el turismo extranjero se vio beneficiado en 2011 por el cierre de los mercados del sur del Mediterráneo, facilitando que Canarias y Baleares se desmarcasen frente a las demás (la primera con un crecimiento de más del 2%). Aunque el peso del turismo exterior sobre el turismo total -y de éste sobre el conjunto de la economía- es inferior en Canarias, la industria de las islas atlánticas se ha visto beneficiada por la demanda turística, lo que explica sus mejores resultados en 2011 frente a Baleares. Para 2012, probablemente ambos

mercados continuarán viéndose beneficiados por el cierre de los mercados competidores y, en menor medida, por la depreciación del euro, que se contrapone al alza en los costes de transporte derivado del aumento de precios del petróleo.

Dos comunidades más habrían obtenido ventajas de este comportamiento del turismo exterior en 2011 que se extenderán a 2012: Cataluña, que continúa siendo el principal destino turístico, y Madrid aunque tanto en la primera como, especialmente, en la segunda, el impacto de este sector en la economía es relativamente reducido. En el resto de comunidades turísticas, la clara orientación hacia un mercado nacional fuertemente deprimido limita la capacidad de aprovechar el crecimiento, tanto en bienes como en turismo, lo que explica su menor dinamismo relativo tanto en 2011 como en 2012.

Por el lado de la demanda interna, dos aspectos condicionan el comportamiento de las economías a medio y corto plazo. Las comunidades con menores niveles de renta, mayores tasas de paro y mayor peso del sector público se verán más afectadas por el proceso de consolidación fiscal de la administración central y por la mayor dependencia de las transferencias para mantener el nivel de renta. Estos factores coinciden en las comunidades del sur del Mediterráneo, Castilla-La Mancha y Canarias. Como contrapartida, los mayores niveles de desempleo posibilitan que estas comunidades puedan obtener mayores ventajas de la reforma laboral.

La situación se ve, además, agravada por el nivel de apalancamiento financiero de las empresas y familias que, nuevamente, es mayor en las regiones mediterráneas y Canarias como consecuencia de la expansión inmobiliaria. Aunque el proceso de corrección de este desajuste se ha iniciado, la caída de la renta de los hogares y de los beneficios empresariales, y las expectativas complejas para 2012 hacen que este continúe siendo un lastre para la demanda interna. Téngase en cuenta, además, que la tasa de ahorro de los hogares es menor que en las comunidades del norte, por lo que las posibilidades de amortiguar las caídas de la renta, bien mediante endeudamiento, bien mediante desahorro, son menores.

Por el lado del sector público se observan también diferencias sustanciales, tanto en el nivel de deuda como en el de déficit de las administraciones autonómicas. Respecto de la primera, Cataluña y la Comunitat Valenciana, con niveles cercanos al 20% de su PIB, más que doblan esta ratio frente a comunidades como Madrid o el País Vasco, lo que supone una dificultad adicional de financiación, relativamente elevado gasto en intereses y, como consecuencia, una mayor necesidad de ajuste del déficit en otras partidas. Aquí cabe señalar que, con la excepción de Madrid, el resto de comunidades incumplieron el objetivo de déficit en 2011, acumulando todo el ajuste pendiente (o en el mejor de los casos, gran parte de él) para el año 2012.

El cambio en las reglas de control de las comunidades, la aprobación de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y la necesidad de acudir a mecanismos de financiación apoyados por el Gobierno del Estado, como el plan de proveedores, dan más credibilidad al objetivo este año. Sin embargo, ello supone que algunas comunidades deberán realizar esfuerzos de consolidación mayúsculos y que ello impactará en su demanda interna. Ciertamente, algunas de estas medidas (como el propio plan de proveedores) pueden suponer una inyección de liquidez que mitigue los efectos de esta consolidación, reduciendo las diferencias frente a las que se hubieran podido observar con la deuda comercial pendiente, pero en ningún caso la medida alcanzará niveles compensadores.

Al respecto, la actualización del Programa de Estabilidad permite conocer la cuantía y los capítulos en los que se centran las medidas propuestas por los gobiernos autonómicos en sus respectivos planes de ajuste (9.700 M€). Dichas medidas, además, se ven reforzadas con la aplicación de medidas promovidas desde el Estado, pero con impacto sobre las cuentas regionales, que afectan al sistema nacional de salud, la dependencia y la educación (en conjunto, 5.500 M€ en 2012). Repartiendo el impacto de las medidas por estos tres conceptos de acuerdo con la población de cada comunidad autónoma, se alcanzan las previsiones de corrección del déficit que hacen factible alcanzar el objetivo de déficit para el conjunto de las CC.AA. Además, los ajustes reflejan (como no podía ser de otro modo) un mayor esfuerzo a través de medidas propias en las comunidades que más necesitan ajustar sus cuentas, y por tanto, aquellas que experimentarán una mayor detracción de su demanda por el ajuste del consumo y la inversión públicas. Con todo, las cifras publicadas hasta ahora no tiene en cuenta dos aspectos que pueden condicionar el logro del

objetivo: por un lado, las últimas medidas adicionales que se puedan determinar para cada comunidad en el próximo Consejo de Política Fiscal y Financiera, que tendrá lugar a mediados de mayo; y por el otro, las probables desviaciones, -especialmente en los ingresos- como consecuencia del deterioro cíclico no contemplado en los presupuestos de las CC.AA.

Con todo, y dado el retardo con el que impactan los recortes de gasto y los aumentos de ingresos sobre la actividad privada, se prevé que en Cataluña (y en las comunidades con menor necesidad de ajuste) el mayor impacto negativo se experimente entre la mayor caída ya vista en 2011 y en 2012, mientras que para las comunidades con elevada necesidad de consolidación fiscal y que están implementando las medidas con retraso, el impacto se podría observar también en 2013.

De cara al próximo año, el escenario es algo más benigno: recuperación, aunque débil, del crecimiento en Europa, el euro que continuará con su proceso de depreciación, disminución de las tensiones financieras, menor necesidad de ajuste (por haberse avanzando en el proceso en 2012) y la leve corrección en los precios del petróleo. Ello facilita que todas las comunidades recuperen cifras de crecimiento positivo, aunque en un contexto en el que la demanda interna continuará todavía débil. Así pues, las regiones más internacionalizadas y las que se puedan permitir un menor ajuste fiscal experimentarán un crecimiento algo más vigoroso. La excepción en este caso, vendría por las comunidades insulares, puesto que la ventaja del cierre de mercados competidores debería empezar a diluirse, reduciendo su ventaja frente al resto.

Cuadro 3

**España: crecimiento del PIB por CC.AA. (%)**

	2011	2012(p)	2013(p)
Andalucía	0,1	-1,8	0,3
Aragón	0,3	-1,6	0,5
Asturias	0,3	-1,4	0,9
Baleares	1,7	-0,4	1,0
Canarias	2,1	-0,5	0,5
Cantabria	0,7	-1,2	0,6
Castilla y León	1,2	-0,7	1,0
Castilla-La Mancha	0,8	-2,3	0,2
Cataluña	0,8	-1,6	0,8
Extremadura	-0,3	-1,8	0,5
Galicia	0,2	-1,1	0,7
Madrid	0,8	-0,6	1,0
Murcia	-0,1	-1,7	0,5
Navarra	1,4	-0,5	0,7
País Vasco	1,3	-0,6	0,7
Rioja (La)	0,8	-1,4	0,7
C. Valenciana	0,4	-2,2	0,2
<b>España</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,6</b>

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

Ajuste de las cuentas públicas autonómicas en 2012 según el Plan de Estabilidad y Crecimiento 2012-2015 (% del PIB regional)

	Medidas previstas en los planes de ajuste de las CC.AA.				Medidas del Estado con impacto en las CC.AA. (*)	Total medidas ya anunciadas
	Déficit en 2011	Gasto	Ingresos	Total		
Madrid	-1,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,5
Galicia	-1,6	0,5	0,1	0,6	0,6	1,2
Canarias	-1,8	0,3	0,3	0,7	0,6	1,3
Navarra	-1,9	0,1	0,5	0,6	0,4	1,0
Rioja	-2,0	0,5	0,9	1,3	0,5	1,8
Castilla y León	-2,4	0,2	0,3	0,5	0,5	1,0
País Vasco	-2,6	0,4	0,0	0,4	0,4	0,8
Aragón	-2,9	0,9	0,1	1,0	0,5	1,5
Total CC.AA.	-2,9	0,5	0,4	0,9	0,5	1,4
Andalucía	-3,2	0,0	0,8	0,8	0,7	1,5
Asturias	-3,6	1,5	0,0	1,5	0,6	2,1
C. Valenciana	-3,7	0,6	0,2	0,7	0,6	1,3
Cataluña	-3,7	0,4	0,8	1,2	0,4	1,6
Illes Balears	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5
Cantabria	-4,0	1,0	0,2	1,2	0,5	1,7
Murcia	-4,3	1,4	0,8	2,2	0,6	2,8
Extremadura	-4,6	1,7	0,1	1,7	0,7	2,5
Castilla-La Mancha	-7,3	4,8	0,5	5,2	0,6	5,9

(\*) Medidas que afectan al Sistema Nacional de Salud, la dependencia y la educación. Cantidades repartidas en función del peso de la población  
Fuente: Plan de Estabilidad y Crecimiento 2012-2015 (MINHAP) y BBVA Research

Cuadro 5

Mapa de indicadores de riesgo por Comunidades Autónomas

	MAD	PVAS	NAV	ARA	CANT	CYL	AST	RIO	CAT	CANA	GAL	CV	BAL	MUR	CLM	EXT	AND
Indicador sintético de corto plazo	0,9	0,9	1,2	1,3	1,2	1,5	1,4	1,4	1,5	1,8	1,4	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Exceso de oferta en vivienda	1	1	1	2	1	2	1	3	2	2	2	2	2	2	2	0	2
Ajuste en el precio de la vivienda desde máximos	1	3	2	0	2	2	2	1	1	2	2	2	2	2	2	3	1
Diversificación sectorial exterior	2	2	3	3	1	3	1	1	2	1	2	2	1	1	1	2	1
Apalancamiento en el sector privado	1	1	2	1	1	1	1	1	2	2	1	2	2	2	2	2	2
Tasa de desempleo	1	0	1	1	1	1	2	2	2	3	1	2	2	2	2	2	3
Deuda autonómica (% PIB)	1	1	2	2	1	1	1	2	3	1	2	3	2	2	3	2	1
PIB per cápita relativo	0	0	0	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2
Apertura comercial (bienes y turismo)	2	1	0	2	2	2	2	2	1	1	1	2	1	1	2	3	2
Tasa de ahorro de los hogares	2	1	0	1	1	2	2	1	2	3	2	2	3	2	1	1	2
Índice de libertad económica	0	1	1	2	2	1	2	1	2	1	2	2	1	2	2	3	3
Capital humano	0	0	1	1	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2
I+D / PIB	0	0	0	2	2	2	2	2	1	2	2	2	3	2	2	2	2
Infraestructuras / PET	2	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	3	3	2	2	3
Indicador sintético de largo plazo	0,4	0,4	0,6	1,1	1,2	1,1	1,3	1,3	1,3	1,7	1,9	1,9	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4

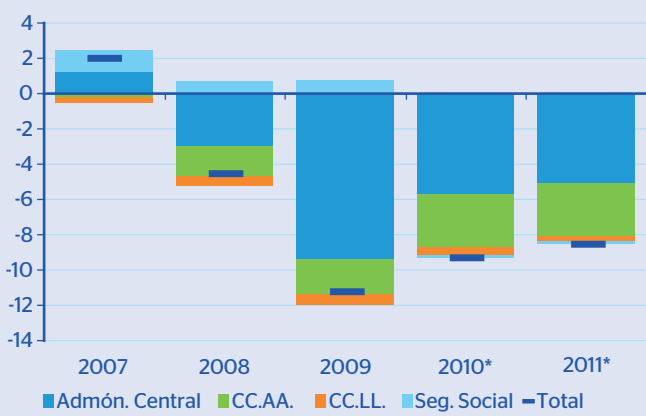
Fuente: BBVA Research

## Recuadro 2. Un ajuste fiscal sin precedentes

Pese a que a lo largo del año 2011 se continuó con la política de control y ajuste fiscal iniciada a mediados de 2010, el déficit para el conjunto de administraciones públicas se situó a finales del 4T11 en el 8,5% del PIB (véase el Gráfico 20), muy por encima del objetivo del 6% establecido para ese año. Como se observa en el Gráfico 21 el incumplimiento ha sido generalizado en todos los niveles de administración, si bien la desviación de 2,5pp del PIB se concentra principalmente en las comunidades autónomas (1,6pp) y en las administraciones de la Seguridad Social (0,5pp). La composición de esta importante desviación sobre el objetivo de déficit de 2011 pone de manifiesto, por un lado, la poca efectividad de los mecanismos de control establecidos sobre las comunidades autónomas - mecanismos que se han reforzado, fundamentalmente, con la aprobación de la nueva Ley de estabilidad presupuestaria el pasado 13 de abril- y, por otro lado, la significativa presión que continúa ejerciendo el deterioro del mercado laboral sobre las finanzas de las administraciones de la Seguridad Social.

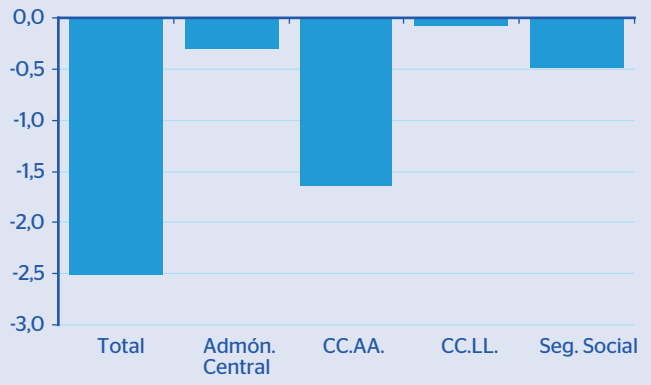
En este contexto, resulta especialmente relevante analizar la evolución de las cuentas públicas y los motivos que han llevado a un deterioro tan intenso de las mismas, con el fin de poder evaluar la efectividad de las medidas de ajuste fiscal propuestas para reconducir el déficit público hasta el 3% del PIB a finales de 2013. Para ello, en este Recuadro se analiza la descomposición estructural de los ingresos y gastos públicos del conjunto de las administraciones públicas, de manera que se pueda evaluar qué parte del ajuste de las cuentas públicas es atribuible al funcionamiento de los estabilizadores automáticos a lo largo del ciclo económico, y qué parte tiene que ver con decisiones discrecionales de la política fiscal.

Gráfico 20  
AA.PP.: capacidad (+) / necesidad (-) de financiación (% del PIB)



(\*) Sin tener en cuenta el efecto de la liquidación negativa de las AA.TT.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 21  
AA.PP.: necesidad de financiación en 2011.  
Desviación sobre el objetivo (-6,0%) (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

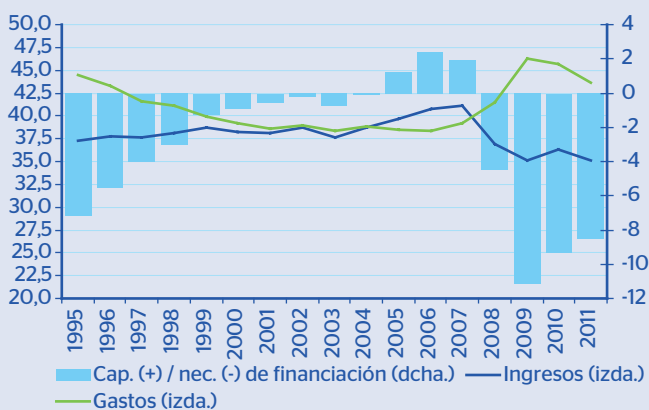
### Un menor ajuste del gasto estructural respecto a lo esperado, junto con un deterioro cíclico superior al previsto, explican la desviación del déficit sobre el objetivo en 2011

La profundidad de la actual crisis económica terminó con el proceso de consolidación fiscal iniciado a mediados de la década de los 90 -con el objetivo de alcanzar los criterios de la entrada del euro-, que culminó con el periodo de mayor estabilidad presupuestaria de los últimos cuarenta años en España. Como puede observarse en el Gráfico 22, dicho proceso de consolidación se centró fundamentalmente en la reducción del gasto público que disminuyó 5,2pp del PIB desde mediados de los 90 hasta 2007, mientras, que los ingresos públicos experimentaron, en ese mismo periodo, un incremento de 3,9pp. Con la llegada de la crisis y la puesta en marcha de las medidas de política contracíclica para paliar sus efectos, el gasto público creció hasta situarse en el 46,3% del PIB a finales de 2009 -niveles semejantes a los de principios de los años 90- mientras que los ingresos públicos cayeron hasta niveles de mediados de los 80 (35,1%), con lo que el déficit del conjunto de administraciones públicas terminó en el 11,2% del PIB en 2009. Una vez se observaron los primeros signos de moderación de la crisis económica, se finalizaron los programas de impulso fiscal, iniciándose a mediados de 2010 un proceso de consolidación fiscal con resultados, tal y como se ha visto anteriormente, un tanto modestos sobre todo en 2011.

Si detraemos del saldo público su componente cíclico (véase el Gráfico 23), puede observarse que en el periodo precedente de consolidación fiscal el ajuste fue fundamentalmente estructural hasta finales de la década de los 90. En los años posteriores, de 2000 a 2007, fue el funcionamiento de los estabilizadores automáticos sobre

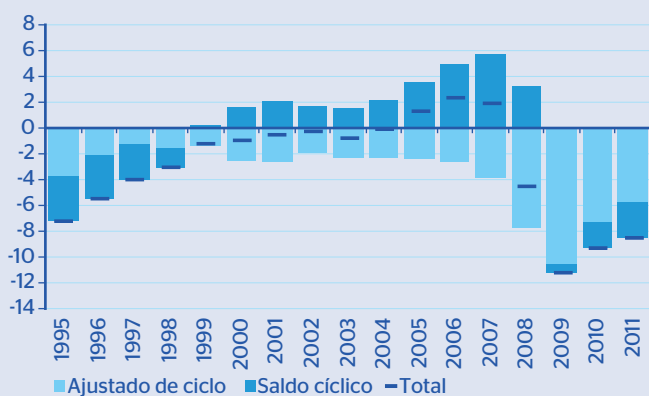
las cuentas públicas lo que produjo su mejora, ya que el saldo estructural se mantuvo prácticamente constante, en promedio, alrededor del -2,5% del PIB. De forma análoga, en el actual proceso de ajuste fiscal puede observarse como el saldo ajustado de ciclo se está corrigiendo, pero no lo suficiente como para compensar el deterioro cíclico que aún aqueja a la economía española.

Gráfico 22  
AA.PP.: capacidad (+) / necesidad (-) de financiación (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 23  
AA.PP.: descomposición de la capacidad (+) / necesidad (-) de financiación (% del PIB)



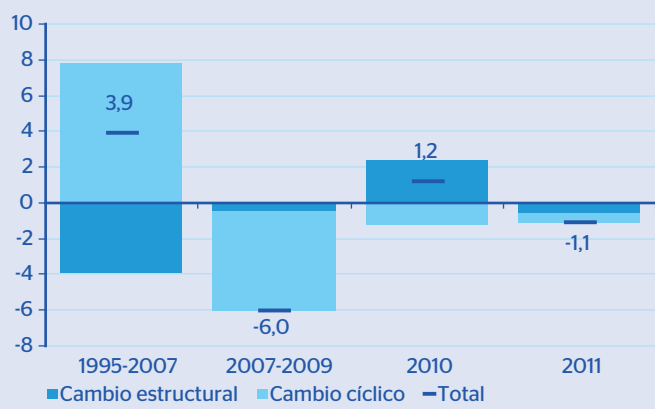
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Esta evolución del saldo público es resultado de una combinación heterogénea en la evolución de los ingresos y gastos. Por el lado de los ingresos (véase el Gráfico 24), al igual que en el caso del déficit, durante el periodo de consolidación 1995-2007, el incremento de los ingresos (3,9pp del PIB) estuvo sustentado por el crecimiento cíclico -que sumó en torno a 7,8pp a los ingresos públicos-, mientras que el componente estructural cayó 3,9pp, con motivo, fundamentalmente, de las rebajas impositivas en el IRPF. Durante los años 2008 y 2009, el deterioro cíclico de la economía drenó algo más de 5,5pp del PIB a los ingresos públicos, a lo que se sumó una caída estructural

de los mismos del entorno del 0,5pp del PIB, arrastrados principalmente por la caída de las bases imponibles derivada tanto de la evolución del mercado inmobiliario como de la fuerte caída de los beneficios empresariales<sup>12</sup>. Finalmente, en los dos últimos años, las medidas discrecionales de subidas impositivas elevaron los ingresos estructurales, compensando la caída cíclica de los mismos de tal manera que el total de ingresos públicos en porcentaje del PIB ha permanecido prácticamente constante en 2010 y 2011.

Tal y como cabría esperar, dada su naturaleza fundamentalmente discrecional, se observa una menor incidencia de los estabilizadores automáticos sobre el gasto público. De esta forma, como puede verse en el Gráfico 25 durante los dos periodos de consolidación analizados tuvo lugar un importante ajuste del componente estructural (o discrecional) del gasto, que en el periodo 97-07 estuvo acompañado, además, por una mejora cíclica asociada a la reducción de los tipos de interés y al avance del mercado laboral. De forma análoga, el incremento del gasto público durante los años 2008 y 2009, se debió fundamentalmente, a las medidas discrecionales de impulso fiscal que elevaron, junto con un incremento estructural del desempleo, en 6,2pp el gasto ajustado de ciclo, hasta situarse en niveles semejantes a los de principios de la década de los 90. Por último, y pese a que durante 2010 y 2011 las medidas de consolidación fiscal emprendidas dieron lugar a un ajuste del componente estructural generalizado en todas las partidas de gasto -salvo en el gasto por intereses y en las prestaciones por desempleo-, éste no fue tan intenso como el que se preveía en el Programa de estabilidad y crecimiento 2011-2014 (PEC 2011-2014) como necesario para alcanzar el objetivo de déficit del 6,0% en 2011. Es esta desviación del ajuste del gasto, junto con una caída de los ingresos cíclicos mucho mayor de la esperada en el PEC 2011-2014, lo que explica el incumplimiento del objetivo de estabilidad en 2011.

Gráfico 24  
AA.PP.: evolución de los ingresos no financieros (pp del PIB)



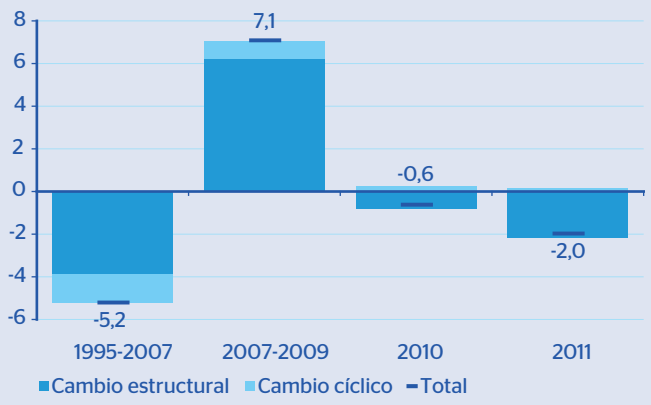
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

12: Para un mayor detalle sobre el comportamiento de los ingresos públicos durante la crisis económica véase el Recuadro 1, "Evolución reciente de los recursos no financieros de las administraciones públicas: una visión estructural", en Situación España, noviembre 2011.



Gráfico 25

**AA.PP.: evolución de los gastos no financieros (pp del PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

**Para reducir el déficit hasta 5,3% del PIB en 2012 hace falta un ajuste de 5,1pp del PIB. Las medidas puestas en marcha confirman la intensidad de un ajuste fiscal sin precedentes**

La magnitud de la desviación (de 2,5pp del PIB) sobre el objetivo de déficit de 2011, traslada a 2012 y 2013 la presión de la consolidación fiscal, lo que ha exigido intensificar las medidas de ajuste previstas para este año, con el fin de garantizar el cumplimiento del objetivo de déficit del 3% del PIB en 2013. De esta forma, el déficit público tiene que reducirse en 5,5pp del PIB en los dos próximos años, a lo que habría que añadir el efecto del deterioro económico sobre el déficit -que se estima podría situarse en torno a los -2,0pp del PIB-. Por lo tanto, para alcanzar el objetivo de déficit a finales de 2013, el volumen total de las medidas de ajuste fiscal necesarias se situaría en torno a los 7,4pp del PIB, de los cuales, 5,1pp corresponderían a 2012 (véase el Gráfico 26).

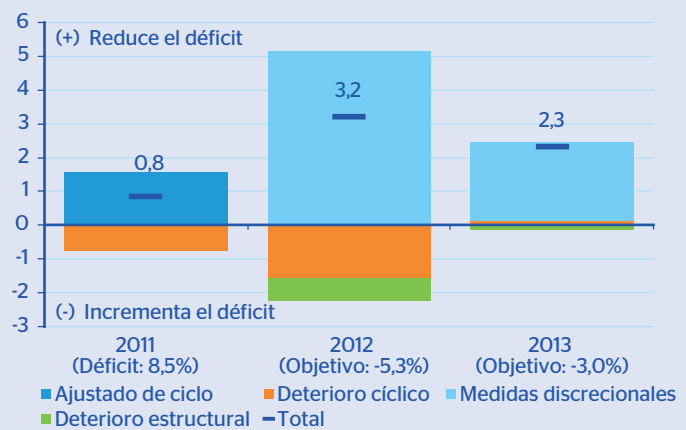
En este contexto, ya se han anunciado medidas por importe de 2,4pp del PIB para 2012 (PGE 2012), a los que se añaden otros 0,5pp contenidos en el Programa de Estabilidad y Crecimiento 2012-2015 recientemente presentado en Bruselas para su aprobación. El conjunto de estas medidas hacen creíble el cumplimiento del objetivo de estabilidad en la administración central durante 2012, ya que su cuantía debería ser suficiente para reducir el déficit en 1,6pp del PIB hasta el 3,5% del PIB y compensar, en parte, el deterioro cíclico esperado.

Así, la presión del cumplimiento del objetivo para el conjunto de administraciones públicas españolas continúa en las comunidades autónomas, que habrán de anunciar medidas adicionales a las ya conocidas para completar el ajuste necesario para alcanzar el déficit del 1,5% del PIB en 2012. El Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) previsto para la primera quincena de mayo de 2012 tendrá que validar la actualización de los planes de reequilibrio presentados por las comunidades autónomas que deberían incluir las medidas necesarias con las que completar el ajuste fiscal.

En todo caso, las medidas que se están adoptando aportan confianza en la consecución de los objetivos fiscales. Aunque un empeoramiento adicional del contexto económico podría poner en peligro la consecución del objetivo de estabilidad para el conjunto de administraciones públicas, el Gobierno cuenta con cierto margen de maniobra para alcanzar el objetivo de déficit. Por un lado, la aprobación de la nueva Ley orgánica de estabilidad presupuestaria y la puesta en marcha del plan de pago a proveedores, refuerzan los mecanismos de control del Ejecutivo central sobre las cuentas autonómicas. Por otro lado, el Gobierno ha anunciado que junto con la adopción de un calendario de reformas estructurales se incluirán también privatizaciones, con las que podría obtener ingresos adicionales que mitiguen la presión de los mercados financieros sobre la deuda pública, bien porque reduzcan directamente el déficit, bien porque supongan una menor necesidad de endeudamiento.

Gráfico 26

**AA.PP.: contribución al ajuste fiscal (pp del PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Este compromiso con la estabilidad presupuestaria se ha ratificado en el Programa de Estabilidad y Crecimiento 2012-2015 (PEC 2012-2015), aprobado por el Gobierno el pasado viernes 27 de abril, que mantiene la senda de reducción del déficit hasta 2015, constatando además, que ya en 2016 se alcanzará el equilibrio presupuestario (0% del PIB). En este sentido, conviene destacar que el tamaño del ajuste fiscal en 2012 es prácticamente inédito en los países desarrollados (véase el Gráfico 27), sobre todo teniendo en cuenta que se llevaría a cabo en un periodo de contracción económica. En estas circunstancias, el déficit estructural que se alcanzaría cumpliendo el objetivo de estabilidad de 2012 sería algo superior al 2% del PIB (véase el Gráfico 28). De hecho, de llegar al objetivo de déficit del 3% del PIB en 2013, se estima que el Gobierno habría situado el saldo estructural alrededor del objetivo del 0% del PIB, adelantando en siete años la consecución de este objetivo contemplado en la nueva Ley de estabilidad presupuestaria y en el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza.

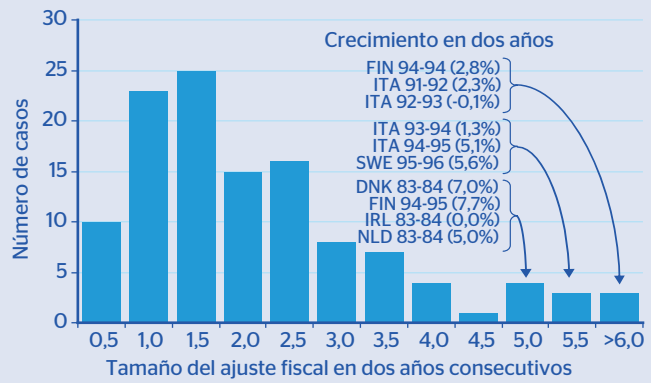
Para la consecución de los objetivos de estabilidad propuestos en el PEC 2012-2015, el Gobierno ha anunciado una devaluación fiscal para 2013, que gravará menos el empleo y más en consumo, y por la que se prevé recaudar 8 mil millones de euros (0,7pp del PIB) el incremento en la imposición indirecta. De acuerdo a los cálculos de BBVA Research la cantidad de recaudación anunciada apuntaría a un aumento de 2pp en la tasa impositiva sobre el consumo – se estima que cada punto adicional de este tipo de imposición, supondría un incremento en la recaudación de alrededor de 3 mil millones de euros-. Si esto fuera acompañado, tal y como desde BBVA Research se ha propuesto en el pasado, de una reducción de 3,5pp de las cotizaciones sociales que paga el empleador, el impacto sobre la recaudación sería neutral, pero tendría un efecto positivo sobre el PIB superior al 1% en 2013 y 2014<sup>13</sup>.

Este tipo de medidas supondría un estímulo al crecimiento en el corto plazo y respondería a la necesidad de alcanzar un equilibrio entre el saneamiento de las cuentas públicas y la recuperación económica. No obstante, este cambio en la orientación de la política económica depende de los consensos a nivel europeo. Por lo tanto, sería recomendable una estrategia a nivel europeo que, en línea con el espíritu de las recientes mejoras en la gobernanza (*fiscal compact*),

determine ajustes más graduales de 2013 en adelante, concentrados en el anuncio de medidas plurianuales, suficientemente detalladas, y en objetivos de déficit estructural más que en objetivos nominales y en el anuncio de medidas procíclicas, que tengan efectos adversos y contraproducentes en aquellos países con un sólido compromiso de cumplimiento de sus objetivos fiscales y en la aprobación de las reformas estructurales.

Gráfico 27

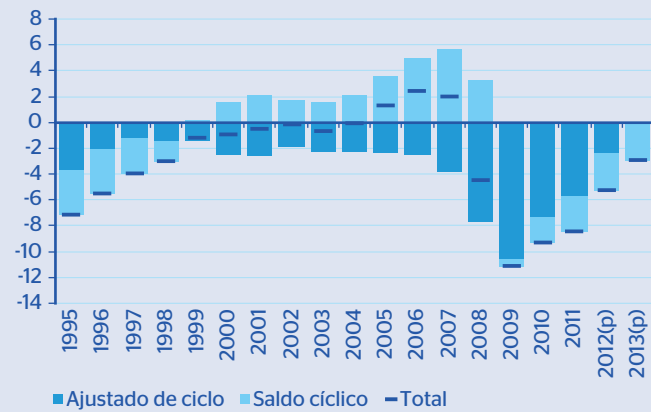
Tamaño del ajuste fiscal en la OCDE, 1978-2009 (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de Devries et al. (2011)

Gráfico 28

AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

13: Véase "Tres reformas estructurales para el mercado laboral español" en Situación España, marzo 2009.

### Recuadro 3. El impacto del Plan Proveedores

A finales de febrero de este año, el Gobierno anunció la puesta en marcha de un mecanismo destinado a cancelar las deudas pendientes de pago que comunidades autónomas y corporaciones locales tuvieran con sus proveedores a 31 de diciembre de 2011. Para ello, creó un nuevo ente, el Fondo para la financiación de los pagos a proveedores, el cual obtendrá recursos mediante un crédito sindicado bancario avalado por el Tesoro Público, y prestará financiación a las administraciones territoriales para atender a sus obligaciones con los proveedores. El plazo de la operación de endeudamiento de comunidades autónomas y corporaciones locales será de diez años, con dos de carencia -durante los cuales sólo atenderán al pago de los intereses- y estará garantizado con la retención de la participación de las entidades locales en los tributos del Estado y de los recursos del sistema de financiación autonómica. El coste del crédito será el equivalente al de otras operaciones avaladas por el Estado, con un margen máximo de 115 puntos básicos sobre el coste de financiación del Tesoro, al que se le añadirá un margen máximo de intermediación de 30pb. Todas estas son condiciones ventajosas, sobre todo comparadas con las que dichas administraciones podrían obtener dada la actual situación de los mercados de capitales. Consciente de los problemas de riesgo moral que esto pudiera tener en el futuro, y aprovechando el plan para impulsar el proceso de consolidación fiscal, el Estado ha requerido en contrapartida un plan de ajuste para poder acceder a este mecanismo<sup>14</sup>.

En el caso de las corporaciones locales, el Gobierno requirió una relación de deudas y acreedores que se entregó el 15 de marzo y que arrojó obligaciones por más de 9,5 miles de millones de euros (0,9% del PIB). Por el lado de las comunidades autónomas, se ha seguido el mismo procedimiento y el Gobierno ha anunciado preliminarmente que las deudas con sus proveedores alcanzarían más de 17 mil millones de euros (un 1,6% del PIB)<sup>15</sup>. La adhesión al programa ha sido voluntaria y tan sólo descartaron su participación Galicia, Navarra y País Vasco.

El objetivo que se persigue aquí es el de calcular el impacto que esta inyección de liquidez tendrá sobre la economía española. En particular, el efecto sobre la actividad dependerá crucialmente de la propensión a gastar que tengan los beneficiarios del programa. Estos últimos pueden no ser las empresas en sí, ya que es probable que alguna parte de las deudas contraídas con la administración hayan sido previamente descontadas con entidades financieras a

través de actividades como el *factoring*. En estos casos, la inyección de liquidez se haría a los actuales tenedores de esa deuda, lo cual en sí es algo bienvenido ya que mejorará la posición de liquidez de dichas entidades, aunque probablemente tardaría en traducirse en una mejora del crédito y por lo tanto de la actividad, sobre todo en el actual contexto de elevadas tensiones en los mercados de financiación. Adicionalmente, aún y cuando una cantidad importante de esta deuda no esté ya descontada, las empresas que reciban la inyección de liquidez podrían desear no gastar esos recursos y, en cambio, disminuir su nivel de endeudamiento o incrementar su ahorro. En particular, el actual entorno de elevada incertidumbre podría ser especialmente propenso para este tipo de comportamiento.

Teniendo en cuenta estos aspectos, el Gráfico 29 muestra el impacto que tendría el programa en la economía española simulado a través del modelo REMS<sup>16</sup>, considerando supuestos acerca del porcentaje de las deudas que ya habría sido descontado en el sistema financiero (eje horizontal), y el grado de restricción de liquidez de los agentes en la economía (y por lo tanto, de su disponibilidad para gastar inmediatamente cualquier inyección de liquidez). Cuanto mayor es el porcentaje de deudas que ha pasado por un proceso de descuento, previsiblemente menor será el impacto sobre la economía. Conforme existe una mayor propensión al gasto (y por lo tanto, se destinan menos de los recursos inyectados al ahorro o al desapalancamiento), el efecto potencial sobre el PIB se incrementa. ¿Cuál es el escenario más probable? Esta pregunta es difícil de responder ya que no se han encontrado estadísticas agregadas sobre la cantidad de deuda pública que las empresas habrían decidido descontar en las instituciones financieras. Sí que se conocen las cifras de los créditos comerciales pendientes de pago y anticipos de las sociedades no financieras, cuyo total alcanzó los 496 mil millones de euros en 2011.

Asimismo, utilizando datos de la Asociación Española de *Factoring* y considerando su cuota de mercado, este negocio podría haber alcanzado alrededor de 86 mil millones de euros en 2011<sup>17</sup>. Esto último representa un 17% del total de los créditos comerciales pendientes de pago de las sociedades no financieras. Sin embargo, es de esperar que, en la actual situación de incremento del déficit, contracción de la actividad privada, y con la garantía que representa el sector público, esta proporción fuera mayor para las deudas cuyo responsable final fuera cualquier

14: Para mayor detalle sobre el funcionamiento y características del mecanismo de financiación para el pago a proveedores puede consultarse la web del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (<http://www.minhap.gob.es/es-ES/Servicios/Paginas/MecanismoDefinanciacionC3%B3nparaelpagoaproveedoresdeEntidadesLocalesydeComunidadesAut%C3%B3nomas.aspx>).

15: Tanto en el caso de los ayuntamientos como en el de las comunidades autónomas, el Gobierno ha anunciado que estas cifras son preliminares.

16: Para los detalles del modelo véase Boscá, José E., Rafael Doménech, Javier Ferri and Juan Varela, *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*, Palgrave Macmillan, 2011.

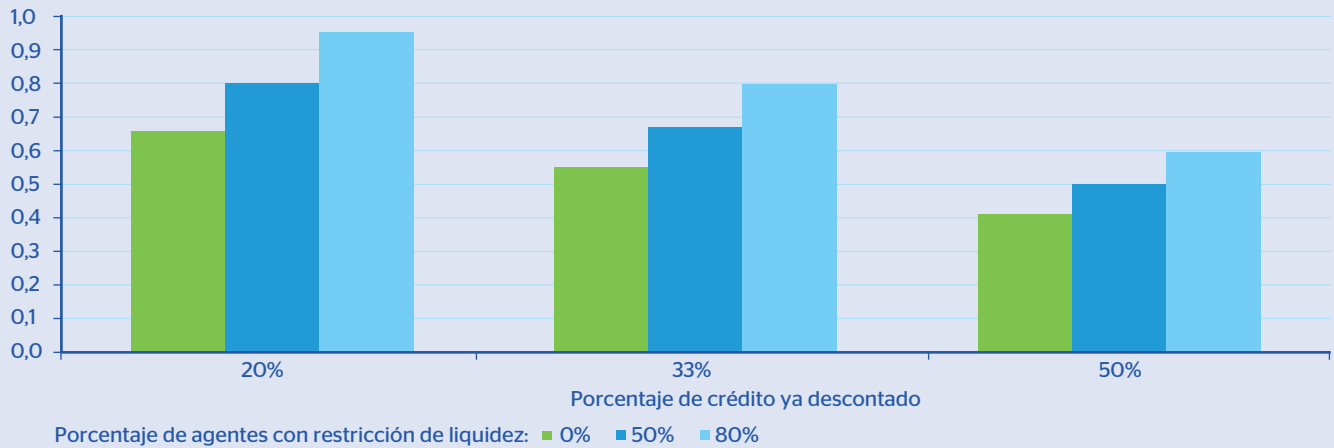
17: En su página web (<http://www.factoringasociacion.com/>), la AEF afirma que el factoring nacional alcanzó los 64.400 millones de euros en 2011 y explicita que "Acoge en su seno a la práctica "totalidad" de las entidades de crédito especializadas, lo que estimamos que supone una representatividad del "75%" del total del mercado del Factoring y Confirming\* español". El número introducido en el texto (86 mil millones) es simplemente la división entre los 64 mil millones y la cuota de mercado del 75%.

administración pública. Por lo tanto, aunque se presenta el resultado de las simulaciones para un nivel de descuento del 20% de las deudas, es posible que el nivel realizado sea superior. Asimismo, el escenario base de REMS incluye un porcentaje de agentes restringidos por liquidez (y por lo tanto, dispuestos a gastar de manera inmediata cualquier inyección de liquidez) del 50%. Utilizando como escenario

más probable el que incluiría un tercio de las deudas descontadas y un 50% de agentes restringidos por liquidez obtenemos un impacto positivo en el PIB de 2012 de casi 7 décimas, pero dada la incertidumbre alrededor del valor de estos parámetros no se pueden descartar escenarios con impactos tan bajos como 4 décimas o tan altos como 1 punto adicional de actividad durante el presente año.

Gráfico 29

**Impacto en PIB del Plan de Proveedores (pp del PIB)**



Fuente: BBVA Research

### Recuadro 4. La Reforma Laboral: hacia una mayor competitividad

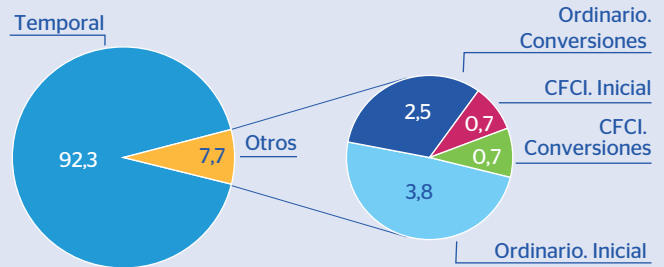
#### Un diagnóstico correcto y una valoración positiva

El Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral<sup>18</sup> presenta un diagnóstico correcto de los principales problemas del mercado de trabajo español, como son la escasez de mecanismos de flexibilidad interna y la segmentación entre contratos indefinidos y temporales. En términos generales, la valoración de la reforma es positiva ya que supone un avance sustantivo sobre la normativa laboral previa, principalmente en relación con el primero de los problemas comentados; sin embargo, las medidas adoptadas para afrontar el segundo parecen insuficientes.

#### La reforma reduce los costes de despido y, en menor medida, las diferencias entre trabajadores fijos y temporales

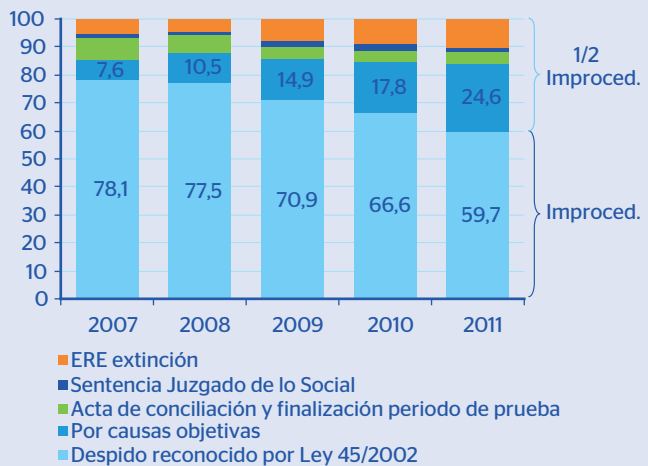
La reforma supone la desaparición del despido exprés, con una indemnización por despido improcedente de 45 días por año trabajado con un máximo de 42 mensualidades, y la generalización de la indemnización por despido improcedente de 33 días por año trabajado con un máximo de 24 mensualidades. Paralelamente, se matizan las causas económicas que posibilitan el despido procedente ("existencia de pérdidas actuales o previstas, o la disminución persistente de su nivel de ingresos o ventas. [...] la disminución es persistente si se produce durante tres trimestres consecutivos<sup>19</sup>") y se elimina la autorización administrativa previa para la extinción del contrato de trabajo<sup>20</sup>. Estos cambios normativos buscan equilibrar el peso de los despidos procedentes por causas objetivas, cuya escasez relativa es una disfunción del mercado laboral español: como se puede observar en el Gráfico 31, los despidos procedentes representaron menos de un cuarto de los despidos totales de trabajadores indefinidos en 2011. En su conjunto, las modificaciones legislativas deberían provocar una reducción de las indemnizaciones por despido de los contratados indefinidos y, por tanto, un estrechamiento de la brecha que existe entre éstas y los costes de finalización de los contratos temporales.

Gráfico 30  
España: contratos registrados según modalidad. (Año 2011, %)



Fuente: BBVA Research a partir de MESS

Gráfico 31  
España: distribución del número de despidos de trabajadores con contrato indefinido (%)



Fuente: BBVA Research a partir de de MESS

18: Disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2012/02/11/pdfs/BOE-A-2012-2076.pdf>

19: Una de las enmiendas presentadas por el Partido Popular al Proyecto de Ley de medidas urgentes para la reforma del mercado de laboral trata de clarificar todavía más la concurrencia de causas económicas para la extinción del contrato. El apartado 3 del artículo 18, extinción del contrato de trabajo, quedaría redactado del siguiente modo: "Se entiende que concurren causas económicas cuando de los resultados de la empresa se desprenda una situación económica negativa, en casos tales como la existencia de pérdidas actuales o previstas, o la disminución persistente de su nivel de ingresos ordinarios o ventas. En todo caso, se entenderá que la disminución es persistente si durante tres trimestres consecutivos el nivel de ingresos ordinarios o ventas de cada trimestre es inferior al registrado en el mismo trimestre del año anterior".

20: Adicionalmente, los salarios de tramitación solo serán abonados en los supuestos de readmisión del trabajador.

### Un paso importante en la mejora de la negociación colectiva

Uno de los cambios más relevantes introducidos por el Real Decreto-ley 3/2012 es el establecimiento de la prioridad aplicativa de los convenios de empresa frente a los de ámbito superior. Nótese que la legislación vigente antes de la reforma permitía que el convenio sectorial (estatal o autonómico) bloquease la prioridad del convenio de empresa. Este avance facilitará la adaptabilidad de las compañías a la coyuntura económica y debería fomentar el ajuste del margen intensivo (horas de trabajo) y de la remuneración en lugar del extensivo (empleo).

Para las empresas afectadas por un convenio sectorial, la reforma facilita ligeramente el descuelgue: si no existe acuerdo, el conflicto se resolverá extrajudicialmente mediante arbitraje si la empresa y los representantes de los trabajadores así lo hubiesen pactado en el convenio; en caso contrario, cualquiera de las partes podrá elevar el desacuerdo a la Comisión Consultiva de Convenios Colectivos nacional o sus equivalentes autonómicos, que nombrará un árbitro que resolverá en un máximo de 25 días. Paralelamente, se amplían las materias sobre las que la empresa se puede descolgar (jornada, horario, régimen de trabajo a turnos, sistema de trabajo, funciones, etc.) y se matizan las causas económicas que posibilitan el descuelgue: "existencia de pérdidas actuales o previstas, o la disminución persistente de su nivel de ingresos o ventas. [...] la disminución es persistente si se produce durante dos trimestres consecutivos"<sup>21</sup>.

En relación con la negociación colectiva, la parte menos positiva de la reforma es la escasa ambición en cuanto a la erradicación de la ultraactividad indefinida que, si bien desaparece, el plazo otorgado por la normativa para la negociación de un nuevo convenio (2 años) es excesivamente largo. Dado que casi un 80% de los convenios colectivos firmados en España tienen una vigencia de 2 o más años, la duración del convenio -en caso de falta de acuerdo para su renovación- se extendería, al menos, hasta los 4 años.

### Se introduce la posibilidad de una mayor flexibilidad interna en la empresa

Además de los cambios en la negociación colectiva, la reforma facilita la modificación sustancial de las condiciones de trabajo, entre las cuales se incluye ahora, la cuantía salarial. Se suprime el requisito de autorización administrativa previa para la suspensión del contrato de trabajo o la reducción de la jornada por causas económicas, técnicas, organizativas o productivas, y se bonifica el 50% de la cuota empresarial a la Seguridad Social de los trabajadores afectados por la suspensión del contrato o reducción de la jornada, con una

duración máxima de 240 días y condicionada a la estabilidad en el empleo durante, al menos, un año<sup>22</sup>. Adicionalmente, la normativa permite la movilidad funcional entre grupos profesionales y no solamente entre categorías, como hasta ahora.

Sin duda, la ampliación de los instrumentos de flexibilidad interna es positiva. Como se ha comentado en anteriores ediciones de esta publicación, todas las medidas encaminadas a incrementar el margen intensivo en detrimento del extensivo como mecanismo de ajuste del empleo son valoradas favorablemente.

### Se incrementa la eficiencia en los procesos de búsqueda de empleo

Para reducir el tiempo de permanencia en el desempleo y mejorar la calidad de los emparejamientos laborales, se reforma el marco regulador de las empresas de trabajo temporal (ETTs) autorizándolas a operar como agencias de colocación. A diferencia de lo que sucedía con la normativa precedente, el silencio administrativo supondrá "la estimación de la solicitud [como agencia de colocación de la empresa]". Dada la ineficacia de los Servicios Públicos de Empleo en su labor de intermediación, se valora positivamente la eliminación de restricciones a la entrada de nuevos agentes.

### Los cambios del sistema de contratación reinciden en el abaratamiento del factor trabajo mediante incentivos fiscales en lugar de optar por estrategias de activación más eficaces

La reforma flexibiliza el contrato de formación y aprendizaje, ampliando la edad y duración máximas, y establece incentivos fiscales tanto para su realización (100% de reducción de las cuotas empresariales a la Seguridad Social si la empresa tiene menos de 250 empleados y del 75% en caso contrario) como para su conversión en indefinido (1500€ al año de bonificación en la cuota empresarial, 300€ más si la afectada es una mujer). Adicionalmente, se crea un nuevo contrato (indefinido) que únicamente podrá ser utilizado por empresas de menos de 50 trabajadores y que bonifica: i) la realización de la primera contratación de un menor de 30 años<sup>23</sup> (deducción de 3000€), ii) el mantenimiento en el empleo del menor contratado durante tres años (1000€ el primer año, 1100€ el segundo y 1200€ el tercero), y iii) la contratación y el mantenimiento en el empleo durante tres años de un parado de larga duración, mayor de 45 años, inscrito como demandante de empleo al menos 12 meses en los 18 anteriores a la contratación (1300€ cada uno de los tres años).

21: La clarificación de las causas económicas para la extinción del contrato, recogida en la nota al pie 1, también es aplicable al descuelgue del convenio colectivo.

22: Se establece la reposición de las prestaciones si la empresa extingue finalmente el contrato.

23: Si el contratado estaba desempleado y percibía una prestación, la empresa podrá deducirse una cantidad equivalente al 50% de la prestación durante un año; el trabajador podrá, voluntariamente, compatibilizar su salario con el 25% de la prestación por desempleo durante el mismo periodo.

Si bien el desarrollo del contrato de aprendizaje es bienvenido, hubiese sido deseable modificar la composición del gasto en políticas activas de empleo (PAE) en lugar de establecer nuevos incentivos fiscales a la contratación indefinida dada su ineficacia manifiesta. España destina casi la mitad de los recursos dedicados a PAE a incentivar la contratación y el mantenimiento del empleo (principalmente, mediante bonificaciones de la cuota empresarial a la Seguridad Social), mientras que la UE15 asigna tan solo un cuarto. Por el contrario, los gastos en formación, integración laboral y reciclaje profesional son comparativamente reducidos. Así, la cuantía invertida en formación supuso el 24,9% del gasto en PAE durante el periodo 2005-2010 –por el 30,4% en Alemania y el 41,8% en Dinamarca–, mientras que la destinada a integración y reorientación laboral apenas representó un 3,9%, frente al 7,2% de Alemania y el 50,9% de Dinamarca. Por tanto, sería deseable reorientar una parte de los recursos destinados a bonificar la contratación hacia políticas que aumenten la empleabilidad de los trabajadores, especialmente de aquellos que perdieron su empleo por el ajuste estructural del sector inmobiliario<sup>24</sup>.

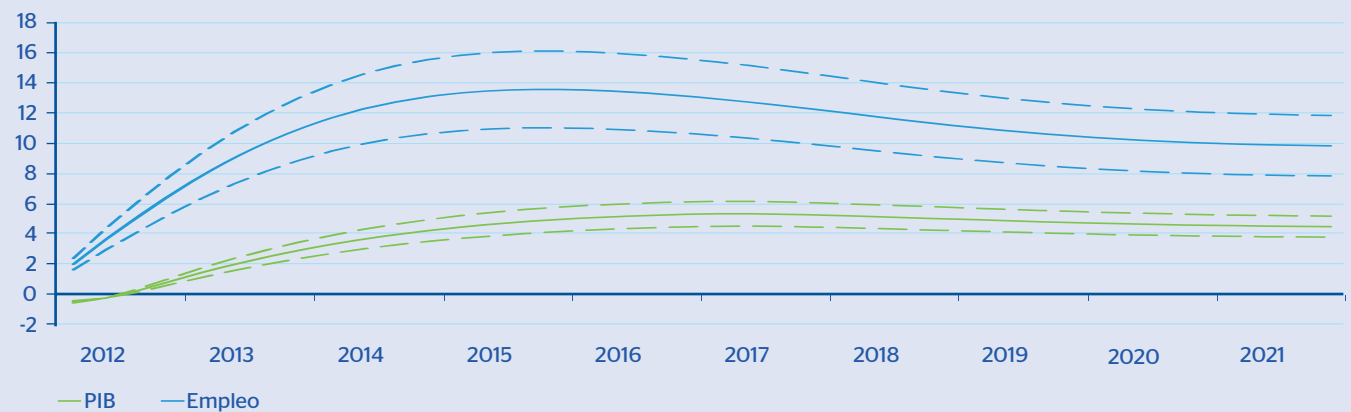
**La reforma incrementaría el PIB en alrededor del 4% en el medio plazo**

Para simular los efectos de la reforma sobre la economía española, se utiliza el modelo REMS<sup>25</sup>. Los principales

cambios que se han realizado incluyen: a) un aumento de la duración de los contratos del 5% como consecuencia de un descenso de 6pp en la tasa de temporalidad de medio plazo de la economía española; b) una disminución de un 20% en el coste medio de despido como resultado de la generalización del despido objetivo procedente (50% de todos los despidos) y la generalización del contrato con indemnización de 33 días por año trabajado; c) una reducción en el poder de fijación de los salarios por parte de los sindicatos como consecuencia de los cambios introducidos en los procesos de negociación colectiva; d) una mejora del 2% en la eficiencia de los procesos de búsqueda de empleo; e) un incremento permanente de la productividad total de los factores (PTF) del 0,9% como resultado de la mejor distribución de recursos que va a permitir la reforma.

El Gráfico 32 muestra que el impacto de la reforma en el empleo puede ser especialmente positivo, suponiendo un 10% más de puestos de trabajo en el medio plazo de los que se hubieran observado en ausencia de la reforma. La simulación incluida en el Gráfico 32 asume una implementación inmediata de la reforma, lo que ciertamente podría no ser realista, ya que algunos de los cambios legislativos tardarán en volverse de uso frecuente en las empresas. Sin embargo, en la medida en que esto suceda, el impacto sobre la economía puede ser sustantivo y podría suponer hasta más de un 4% del PIB en el medio plazo.

Gráfico 32  
**Impacto de la reforma laboral (Desviación sobre un escenario sin reforma, en %)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

24: Nótese que los Presupuestos Generales del Estado para 2012 agravan el problema de la composición del gasto en PAE. Así, el gasto en PAE cae el 21,7% en 2012 sobre lo presupuestado para 2011. La formación para el empleo disminuye todavía más, el 32,4%, así como el gasto en creación directa de empleo, el 39,3%. Tan solo aumentan los incentivos al empleo: un 6,1% más que en 2011.

25: Para los detalles del modelo, véase Boscá, José E., Rafael Doménech, Javier Ferri y Juan Varela: The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective, Palgrave Macmillan, 2011.

### Recuadro 5. Características cíclicas de la economía española en el medio plazo

La crisis financiera desencadenada en 2008, y cuyo origen se situó en EE.UU., ha puesto de manifiesto, con intensidad renovada, la necesidad de profundizar en el estudio empírico de la relación existente entre las variables macroeconómicas de las grandes economías avanzadas. Desde la segunda mitad del siglo pasado, los países industrializados se han caracterizado por alternar períodos duraderos de crecimiento económico relativamente alto con períodos duraderos de bajo crecimiento. El carácter prolongado de estas fluctuaciones macroeconómicas contrasta con la definición convencional del ciclo económico, enfocado en oscilaciones que se suceden con mayor frecuencia. La literatura económica reciente ha propuesto una idea novedosa al señalar que la mayor duración de estas fluctuaciones se debe a un mecanismo de persistencia de los shocks o perturbaciones que recibe la economía (Comin y Gertler, 2006)<sup>26</sup>. El mecanismo de persistencia estaría ligado a los procesos de innovación, difusión y adopción tecnológica que, por su naturaleza, tardarían tiempo en materializarse y, como consecuencia, darían lugar a ciclos económicos de longitud más amplia denominados ciclos económicos a medio plazo<sup>27</sup>.

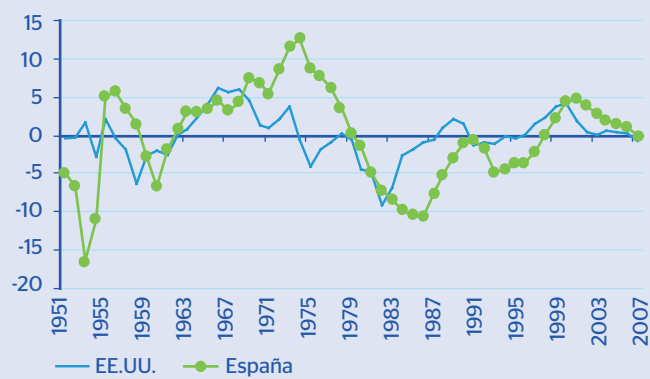
En este Recuadro se resumen las principales características del ciclo económico a medio plazo en España y se exploran los patrones de comovimiento y de transmisión de ciclos entre España y un conjunto de grandes economías avanzadas<sup>28</sup>. En última instancia, la identificación de los mecanismos de transmisión internacional de ciclos ha de servir para informar y mejorar las herramientas de modelización y previsión disponibles para la economía española<sup>29</sup>.

#### Los hechos estilizados del ciclo económico a medio plazo en España

La comparación del ciclo a medio plazo en España y en EE.UU. muestra que el primero es de mayor magnitud que el segundo (véase el Gráfico 33)<sup>30</sup>. De este modo, durante la expansión de los años 60 el incremento porcentual del PIB en relación a su tendencia alcanza en España una cifra del 19%, frente al 13% en EE.UU. Igualmente, la caída porcentual del PIB en relación a su tendencia fue especialmente

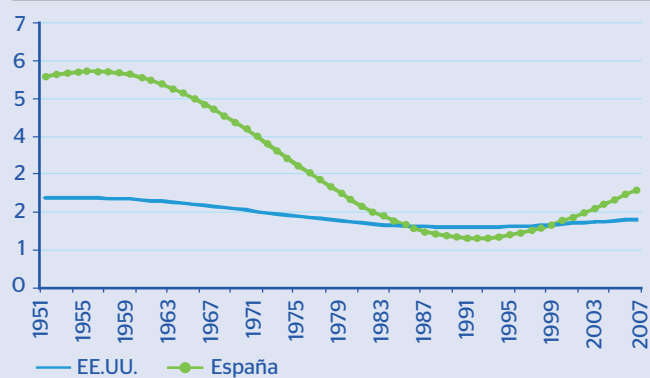
marcada en la España de los años 70 (23%) si se compara con EE.UU. (15%). De forma adicional, el ciclo económico a medio plazo en España es, en promedio, de mayor duración: 15 años frente a los 10 en la economía estadounidense.

Gráfico 33  
**España y EE.UU.: ciclo a medio plazo del PIB por persona en edad de trabajar (en desviación porcentual con respecto a la tendencia), 1951-2007**



Fuente: Correa-López y de Blas (2011)

Gráfico 34  
**España y EE.UU.: crecimiento tendencial del PIB por persona en edad de trabajar (en porcentaje), 1951-2007**



Fuente: Correa-López y de Blas (2011)

26: El origen de las perturbaciones es variado, incluyendo perturbaciones de política monetaria, fiscal y de preferencias, entre otras.  
 27: De este modo, una perturbación negativa de carácter doméstico reduciría el rendimiento asociado a la inversión en I+D, la tasa de adopción de bienes intermedios tecnológicamente más avanzados y, eventualmente, la productividad, que experimentaría una caída permanente en relación a su comportamiento tendencial. En el caso de una economía abierta e importadora de tecnología, una perturbación negativa originada en el exterior tendría como vehículos de transmisión los flujos comerciales y financieros bilaterales - p. ej. flujos de inversión extranjera directa. La perturbación negativa implicaría una reducción en el número de bienes intermedios tecnológicamente más avanzados disponibles para ser adoptados en los procesos de producción.  
 28: Este Recuadro resume los principales resultados y las conclusiones obtenidas en Correa-López, M. y de Blas, B. (2011), "International Transmission of Medium-Term Technology Cycles: Evidence from Spain as a Recipient Country", BBVA Working Paper Series, No. 11/32.  
 29: Estudios previos del comportamiento cíclico de la economía española se encuentran en Licandro y Puch (1997) y Ortega (1998).  
 30: El ciclo a medio plazo de cada serie temporal se extrae como la suma de dos de sus componentes, el componente de alta-frecuencia que corresponde a oscilaciones que se repiten entre cada 2 y 8 años y el componente de media-frecuencia que corresponde a oscilaciones que se repiten entre cada 8 y 50 años. En Correa-López y de Blas (2011) se detalla la metodología utilizada para la extracción del ciclo, así como la definición de las variables, el tamaño muestral y las fuentes estadísticas consultadas para la construcción de la base de datos.



El Cuadro 6 resume la evidencia obtenida sobre la volatilidad, la persistencia y el carácter del comovimiento contemporáneo con el PIB de España de los agregados macroeconómicos en el ciclo a medio plazo. Las principales variables macroeconómicas exhiben una persistencia muy alta, así el coeficiente de correlación de primer orden asciende a 0,85 para el PIB y a 0,92 para el consumo y la inversión<sup>31</sup>. El consumo es ligeramente más volátil que el PIB, el primero registra una desviación estándar de 6,4 y el segundo de 6,1, característica que contradice, en el caso de España, la hipótesis del ciclo vital<sup>32</sup>. Las horas totales

trabajadas, con un coeficiente de autocorrelación de 0,96, es la serie que exhibe más persistencia en el ciclo a medio plazo, además de ser fuertemente procíclica. En el caso de una desaceleración cíclica significativa, el empleo sería una de las variables que más tardarían en cerrar la brecha de desequilibrio generada como consecuencia del shock adverso. Finalmente, los resultados señalan que la prociclicidad del cambio tecnológico, de la innovación y de la relación de intercambio constituye una de las características distintivas del ciclo económico a medio plazo en España<sup>33</sup>.

Cuadro 6

**Hechos estilizados del ciclo a medio plazo en España, 1950-2007**

	<b>Volatilidad</b>	<b>Persistencia</b>	<b>Comovimiento doméstico</b>
<b>Principales agregados macroeconómicos</b>			
<b>PIB</b>		Muy alta	
<b>Inversión</b>	Muy alta	Muy alta	Fuertemente procíclica
<b>Consumo</b>	Alta	Muy alta	Fuertemente procíclica
<b>Exportaciones</b>	Muy alta	Muy alta	Débilmente procíclica
<b>Importaciones</b>	Muy alta	Muy alta	Fuertemente procíclica
<b>Balanza comercial/PIB</b>	Muy alta	Muy alta	Moderadamente contracíclica
<b>Cuenta corriente/PIB</b>	Muy alta	Muy alta	Moderadamente contracíclica
<b>Mercado de trabajo</b>			
<b>Horas</b>	Alta	Muy alta	Fuertemente procíclica
<b>Productividad por hora</b>	Moderada	Alta	Débilmente procíclica
<b>Tecnología e innovación</b>			
<b>Precio relativo del capital</b>	Muy alta	Muy alta	Fuertemente contracíclica
<b>PTF</b>	Moderada	Alta	Moderadamente procíclica
<b>I+D</b>	Muy alta	Muy alta	Débilmente procíclica
<b>Patentes</b>	Muy alta	Muy alta	Moderadamente procíclica
<b>Precios relativos</b>			
<b>Mark-up de precios</b>	Alta	Muy alta	Débilmente procíclica
<b>Relación de intercambio</b>	Muy alta	Muy alta	Moderadamente procíclica
<b>TCER</b>	Muy alta	Muy alta	Débilmente contracíclica

Nota: la volatilidad se calcula a partir de desviaciones estándar, la persistencia se calcula a partir del coeficiente de correlación de primer orden, y el comovimiento doméstico se calcula a partir del coeficiente de correlación contemporáneo con el PIB. PTF hace referencia a la productividad total de los factores, I+D a la inversión privada en investigación y desarrollo y TCER al tipo de cambio efectivo real.

Fuente: Correa-López y de Blas (2011)

31 Las estimaciones específicas se pueden consultar en Correa-López y de Blas (2011).

32: De acuerdo a esta hipótesis, los individuos, ante fluctuaciones en la renta, responden utilizando el ahorro para suavizar su patrón de consumo. En caso de cumplirse, el consumo sería significativamente menos volátil que el PIB. Dolado et al. (1993) atribuyen esta aparente contradicción de la hipótesis del ciclo vital a los cambios impositivos y de transferencias ocurridos en el período 1970-1990. Nótese que el análisis presentado en este Recuadro obtiene que la volatilidad del consumo es superior a la del PIB en la media frecuencia, no siendo así en la alta frecuencia.

33: Nótese que el precio relativo del capital capta el cambio tecnológico incorporado en los bienes de capital, en el sentido de que una caída en el precio relativo refleja un avance tecnológico. Asimismo, la productividad total de los factores mide mejoras tecnológicas derivadas de un uso más eficiente de los factores de producción combinados. La prociclicidad del cambio tecnológico y de la innovación sugieren la presencia del mecanismo endógeno de propagación doméstica de shocks que Comin y Gertler (2006) identifican para el caso estadounidense.

**El comovimiento y la transmisión internacional en el ciclo a medio plazo**

La evidencia del grado de comovimiento internacional en el ciclo a medio plazo se presenta en el Cuadro 7<sup>34</sup>. El comovimiento internacional EE.UU.-España del PIB, consumo, inversión, importaciones, balanza comercial y cuenta corriente es positivo, elevado o muy elevado, y significativo. En promedio, el ciclo a medio plazo de EE.UU. adelanta en tres años al ciclo a medio plazo de España. El grado de comovimiento de España con las economías europeas es especialmente elevado y significativo en los casos de Francia y Reino Unido y, en menor medida, de Alemania e Italia.

Los resultados recogidos en el Cuadro 7 indican la posible transmisión del ciclo económico a medio plazo entre países. Dada la estructura de adelantos de los agregados macroeconómicos de diversos países frente a España, los resultados sugieren la posible causalidad emisor-receptor donde la economía española se situaría como receptora. Para ahondar más en el estudio de esta hipótesis, se calculan los coeficientes de correlación entre las medidas de tecnología, innovación y precios relativos internacionales de EE.UU., Francia, Alemania, Reino Unido e Italia frente al PIB de España en el ciclo a medio plazo<sup>35</sup>.

Cuadro 7

**Correlaciones en el ciclo a medio plazo entre pares idénticos de agregados macroeconómicos, 1950-2007**

Variables estándar	España (y(t)) en relación a cada país (y(t+k))				
	Ciclo a medio plazo				
	EE.UU.	Francia	Alemania	Reino Unido	Italia
<b>PIB</b>	0,64 (0,47, 0,78) *	0,76 (0,62, 0,86)	0,71 (0,51, 0,80) *	0,78 (0,65, 0,86) *	0,49 (0,31, 0,64)
	<i>k</i> =-3	<i>k</i> =1	<i>k</i> =-1	<i>k</i> =-1	<i>k</i> =5
<b>Horas</b>	-0,71 (-0,80, -0,58)	0,88 (0,79, 0,92) *	0,50 (0,30, 0,64) *	0,60 (0,35, 0,75) *	0,26 (-0,00, 0,50) *
	<i>k</i> =4	<i>k</i> =0	<i>k</i> =-9	<i>k</i> =-2	<i>k</i> =-10
<b>Productividad por hora</b>	-0,32 (-0,55, -0,02)	0,24 (-0,08, 0,54)	0,68 (0,51, 0,81)	0,24 (0,01, 0,40) *	0,35 (0,16, 0,57)
	<i>k</i> =1	<i>k</i> =4	<i>k</i> =5	<i>k</i> =-10	<i>k</i> =6
<b>Consumo</b>	0,78 (0,66, 0,86) *	0,85 (0,76, 0,90)	0,75 (0,62, 0,84) *	0,70 (0,51, 0,82) *	0,63 (0,40, 0,76) *
	<i>k</i> =-3	<i>k</i> =1	<i>k</i> =0	<i>k</i> =-2	<i>k</i> =-2
<b>Inversión</b>	0,58 (0,36, 0,74) *	0,89 (0,82, 0,94) *	-0,61 (-0,75, -0,42)	0,90 (0,85, 0,94) *	0,39 (0,14, 0,57)
	<i>k</i> =-2	<i>k</i> =0	<i>k</i> =-10	<i>k</i> =-1	<i>k</i> =5
<b>Exportaciones</b>	-0,40 (-0,55, -0,19)	0,74 (0,62, 0,82) *	-0,46 (-0,68, -0,14) *	0,61 (0,39, 0,73) *	0,59 (0,38, 0,74) *
	<i>k</i> =7	<i>k</i> =0	<i>k</i> =-9	<i>k</i> =0	<i>k</i> =-4
<b>Importaciones</b>	0,60 (0,39, 0,76) *	0,74 (0,61, 0,81)	0,41 (0,12, 0,60) *	0,61 (0,44, 0,73) *	0,82 (0,74, 0,88) *
	<i>k</i> =-3	<i>k</i> =4	<i>k</i> =0	<i>k</i> =-1	<i>k</i> =-2
<b>Balanza comercial/PIB</b>	0,64 (0,43, 0,80) *	0,58 (0,38, 0,76) *	-0,42 (-0,70, -0,10) *	0,81 (0,70, 0,89) *	0,43 (0,26, 0,54) *
	<i>k</i> =-3	<i>k</i> =0	<i>k</i> =0	<i>k</i> =-2	<i>k</i> =-1
<b>Cuenta corriente/PIB</b>	0,62 (0,44, 0,76) *	0,45 (0,25, 0,59) *	0,52 (0,34, 0,66) *	0,46 (0,27, 0,59) *	0,47 (0,24, 0,60) *
	<i>k</i> =-4	<i>k</i> =0	<i>k</i> =-10	<i>k</i> =-1	<i>k</i> =0

Nota: Para cada estadístico se presenta, entre paréntesis, el intervalo de confianza al 95% calculado mediante el método de bootstrapping. Un valor negativo de k implica que, para la variable analizada, el ciclo a medio plazo del país de comparación adelanta - en k años - al ciclo a medio plazo de España, y viceversa. El asterisco indica los coeficientes de correlación donde k es cero - esto es, la correlación es contemporánea - o toma valores negativos.

Fuente: Correa-López y de Blas (2011)

34: En concreto, el Cuadro muestra los coeficientes de correlación entre pares idénticos de agregados macroeconómicos de España frente al resto de países analizados. Dado que la transmisión internacional de ciclos puede no ser contemporánea, se permite una estructura temporal de diez adelantos y diez retardos en el cálculo de los coeficientes de correlación. En esta línea, el Cuadro presenta la mayor correlación obtenida (positiva o negativa) entre pares de variables así como el adelanto o retardo en el que se registra.

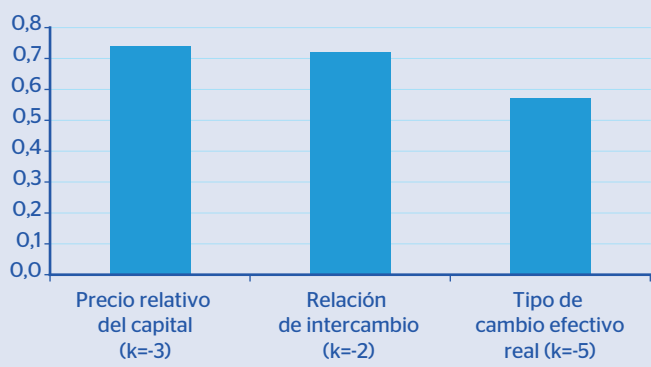
35: Las estimaciones detalladas se encuentran en Correa-López y de Blas (2011).

Las estimaciones indican que los ciclos estadounidenses del precio relativo del capital, PTF y patentes tienen un adelanto de entre dos y tres años sobre el ciclo del PIB en España, mientras que la relación de intercambio y, especialmente, la inversión privada en I+D exhiben un adelanto mayor<sup>36</sup>. Los vínculos comerciales bilaterales ejercen de vehículo de transmisión del ciclo a medio plazo. En concreto, se observa un fuerte comovimiento contemporáneo entre los flujos de exportaciones de EE.UU. a España y el PIB de España (0,68 (0,41, 0,83)). Una vez que las mejoras tecnológicas se incorporan a las exportaciones estadounidenses, estas mejoras se transmitirían de forma rápida al ciclo del PIB del país receptor. En contrapartida, la evidencia de transmisión internacional de los ciclos europeos de tecnología, innovación y precios relativos internacionales es, por lo general, más débil.

El análisis que se presenta a continuación tiene como objetivo identificar los posibles mecanismos de transmisión del ciclo internacional a medio plazo entre EE.UU. y España (véase el Gráfico 35).

Gráfico 35

#### España y EE.UU.: correlaciones en el ciclo a medio plazo entre pares idénticos de variables de tecnología, innovación y precios relativos internacionales



Nota: k, entre paréntesis, recoge el número de años en los que el ciclo a medio plazo en EE.UU. adelanta al ciclo a medio plazo en España para la variable correspondiente.

Fuente: Correa-López y de Blas (2011)

De estos resultados se concluye que los ciclos a medio plazo del precio relativo del capital, la relación de intercambio y el TCER de EE.UU. y España están fuertemente correlacionados y que EE.UU. exhibe, en promedio, un adelanto de tres años. En línea con el argumento desarrollado en Comin et al. (2009), la evidencia analizada sugiere que el mecanismo de transmisión internacional de shocks basado en el precio relativo del capital podría estar presente en la relación EE.UU.-España. En particular, un contexto recesivo en EE.UU. disminuiría el beneficio asociado a la exportación de nuevas tecnologías incorporadas en bienes intermedios

(y, viceversa, ante un contexto expansivo en EE.UU.). Los países receptores de tecnología estadounidense se verían afectados al disponer de un menor número de bienes intermedios listos para ser adoptados en sus procesos de fabricación de bienes de capital más eficientes. El menor número de bienes intermedios disponibles generaría un aumento gradual en el precio relativo del capital en el país receptor. Ante la expectativa de subidas en el precio relativo del capital, y en presencia de costes de ajuste, la economía receptora respondería reduciendo inversión y, finalmente, producción total. Los efectos de la transmisión internacional de un shock recesivo estadounidense aparecerían en la media frecuencia, dado que los cambios en los procesos de difusión y adopción de tecnología no se materializarían de forma contemporánea.

Adicionalmente, los resultados recogidos en el Gráfico 35 sugieren que, al mecanismo de transmisión descrito arriba, ha de añadirse otro adicional basado en precios relativos internacionales. En esta línea, destaca, especialmente, el fuerte comovimiento existente entre los ciclos a medio plazo de la relación de intercambio de ambos países y, más concretamente, el adelanto de dos años que muestra la economía estadounidense.

En resumen, un estudio sistemático de la relación existente entre las variables macroeconómicas de las grandes economías avanzadas revela los complejos mecanismos subyacentes al comovimiento cíclico internacional. Este Recuadro se ha centrado en el estudio de las características del ciclo a medio plazo en España y ha identificado un conjunto de hechos estilizados relevantes:

1. El ciclo a medio plazo en España es más volátil y de mayor duración que en EE.UU.
2. Ante un shock - bien se origine en la economía española o provenga del exterior - destaca la lentitud del empleo en cerrar la brecha de desequilibrio generada.
3. Respecto al comovimiento con otras economías, España tradicionalmente ha sido un país seguidor y no un líder. Desde esta perspectiva, la evolución de las variables tecnológicas y de precios relativos internacionales de EE.UU. es especialmente relevante.
4. El vehículo de transmisión del ciclo a medio plazo depende, en buen grado, de los vínculos comerciales bilaterales que mantiene la economía española.

Con el estallido de la crisis financiera de 2008, el mundo avanzado daba por concluido un período de inusual estabilidad macroeconómica - habitualmente denominado la Gran Moderación - que se había iniciado a principios de los años noventa del pasado siglo y cuya principal característica

36. Nótese que se obtiene un patrón de correlación similar en el ciclo a medio plazo de las horas, consumo, inversión e importaciones en España (Correa-López y de Blas (2011)).

residió en la menor magnitud de los ciclos económicos. En la coyuntura adversa actual, la volatilidad y la duración del ciclo a medio plazo en España estaría, nuevamente, siendo mayor. Desde su papel tradicional de receptora de tecnología es imprescindible que la economía española no pierda el tren de la adopción tecnológica. Con este objetivo, las políticas económicas encaminadas a estimular la inversión en bienes y servicios que incorporen los últimos avances y a fomentar un cambio en el patrón de desarrollo tecnológico que conviertan a España en emisora neta de tecnología son necesarias, especialmente en un marco internacional en el que las economías líderes habrían sufrido un importante revés en su patrón de avance tecnológico. Este conjunto de políticas, junto con reformas estructurales que, entre otros aspectos, ayuden a reducir el tiempo que tarda la economía española en cerrar brechas de desequilibrio (por ejemplo, en variables tan relevantes como el empleo), mejorarían el comportamiento cíclico de la economía e incrementarían, significativamente, las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo. Finalmente, los resultados obtenidos en este Recuadro habrían de servir para informar y mejorar las herramientas de modelización y previsión disponibles para la economía española como economía abierta.

## Referencias

- Comin, D. y Gertler, M. (2006), "Medium-Term Business Cycles", *American Economic Review*, Vol. 96, pp. 523-551.
- Comin, D.A., Loayza, N., Pasha, F. y Servén, L. (2009), "Medium Term Business Cycles in Developing Countries", NBER Working Paper No. 15428.
- Correa-López y de Blas, B. (2011), "International Transmission of Medium-Term Technology Cycles: Evidence from Spain as a Recipient Country", BBVA Working Paper Series, No. 11/32.
- Dolado, J.J., Sebastián, M. y Vallés, J. (1993), "Cyclical Patterns of the Spanish Economy", *Investigaciones Económicas*, Vol. 17, pp. 445-473.
- Licandro, O. y Puch, L. (1997), "Are There any Special Features in the Spanish Business Cycle?", *Investigaciones Económicas*, Vol. 21, pp. 361-394.
- Ortega, E. (1998), "The Spanish Business Cycle and its Relationship to Europe", Banco de España Documento de Trabajo No. 9819.

## 4. Cuadros

Cuadro 8

### Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas anuales, %)	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-3,5	3,0	1,7	2,3	2,2
UEM	-4,2	1,9	1,5	-0,2	0,9
Alemania	-5,1	3,6	3,1	0,7	1,6
Francia	-2,6	1,4	1,7	0,5	1,1
Italia	-5,1	1,8	0,5	-1,5	0,1
España	-3,7	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Reino Unido	-4,4	2,1	0,7	0,5	1,4
América Latina *	-0,6	6,6	4,5	3,8	4,1
México	-6,1	5,4	3,9	3,7	3,0
EAGLES **	4,0	8,4	6,7	5,8	6,4
Turquía	-4,9	9,2	8,5	2,7	5,6
Asia-Pacífico	4,2	8,1	5,7	5,7	6,1
China	9,2	10,4	9,2	8,3	8,7
Asia (exc. China)	1,0	6,7	3,4	4,1	4,4
Mundo	-0,6	5,1	3,9	3,6	4,0

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

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

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

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	2,3	2,6
UEM	3,3	2,8	2,6	2,0	2,7

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

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

Dólares (\$) por moneda nacional	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,78	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,28	1,30
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,60	1,66
China	6,83	6,77	6,46	6,25	5,94

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 11

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 12

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

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>PIB real</b>	-4,2	1,8	1,5	-0,2	0,9
Consumo privado	-1,2	0,8	0,2	-0,4	0,6
Consumo público	2,6	0,5	0,1	-0,6	0,3
Formación Bruta de Capital Fijo	-12,0	-0,7	1,6	-2,6	1,4
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-15,5	4,8	4,5	-2,9	2,0
Equipo y Maquinaria	-17,7	4,2	5,1	-2,5	2,2
Construcción	-9,5	-4,3	-0,4	-2,9	0,8
Vivienda	-11,7	-3,3	1,9	-1,4	1,1
Otros edificios y Otras Construcciones	-7,0	-5,4	-2,9	-4,7	0,5
V. existencias (contribución al crecimiento)	-0,8	0,5	0,0	-0,1	0,0
<b>Demanda interna (contribución al crecimiento)</b>	<b>-3,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,7</b>
Exportaciones	-12,7	11,1	6,3	2,4	4,3
Importaciones	-11,6	9,4	4,0	0,6	4,1
<b>Demanda externa (contribución al crecimiento)</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>
<b>Pro-memoria</b>					
PIB sin inversión en vivienda	-3,7	2,1	1,5	-0,1	0,9
PIB sin construcción	-3,5	2,6	1,7	0,1	0,9
Empleo total (EPA)	-1,8	-0,5	0,3	-0,5	0,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	9,6	10,1	10,2	10,9	11,0
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,1	0,2	0,4	0,8	1,2
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-6,4	-6,2	-4,1	-3,1	-2,3
IPC (media periodo)	0,3	1,6	2,7	2,4	1,5

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 13

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

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Actividad</b>					
PIB real	-3,7	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Consumo privado	-4,3	0,8	-0,1	-2,0	-0,9
Consumo público	3,8	0,2	-2,2	-8,0	-5,6
Formación Bruta de Capital	-16,4	-6,0	-5,2	-7,5	-1,0
Equipo y Maquinaria	-22,6	5,5	1,6	-4,6	2,8
Construcción	-15,4	-10,1	-8,1	-9,2	-3,2
Vivienda	-22,0	-9,8	-4,9	-6,6	-1,6
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-6,5	-1,0	-1,8	-4,5	-1,8
Exportaciones	-10,2	13,5	9,1	4,0	8,9
Importaciones	-16,9	8,9	-0,1	-6,2	1,6
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,8	0,9	2,5	3,1	2,4
PIB nominal	-3,7	0,3	2,1	0,0	1,6
(Miles de millones de euros)	1047,8	1051,3	1073,4	1073,9	1091,5
PIB sin inversión en vivienda	-1,5	0,8	1,2	-0,9	0,7
PIB sin construcción	-0,8	2,0	2,3	0,0	1,1
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	-6,8	-2,3	-1,9	-4,6	-2,0
Tasa de paro (% población activa)	18,0	20,1	21,6	24,6	24,8
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-6,4	-2,6	-2,0	-4,3	-2,0
Productividad apartente del factor trabajo	2,7	2,6	2,7	3,0	2,6
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	-0,3	1,8	3,2	1,9	0,7
Deflactor del PIB	0,1	0,4	1,4	1,4	1,1
Deflactor del consumo privado	-1,2	2,4	3,2	2,1	1,0
Remuneración por asalariado	4,3	0,0	0,8	1,7	4,6
Coste laboral unitario	1,6	-2,6	-1,9	-1,3	2,1
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,8	-4,5	-3,5	-1,9	-0,4
<b>Sector público</b>					
Deuda (% PIB)	53,9	61,2	68,5	79,8	82,3
Saldo AA.PP. (% PIB)	-11,2	-9,3	-8,5	-5,3	-3,0
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	0,9	-2,4	0,4	-3,1	-0,3
Tasa de ahorro (% renta nominal)	18,5	13,9	11,6	8,7	8,4

 Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012  
 Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://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 93 401 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.gi@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

**Juan Ruiz (i)**

juan.ruiz@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@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**

rdomenech@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**

s.castillo@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

Depósito Legal: M-31254-2000