

# Situación España

Tercer Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **Las incertidumbres sobre la política económica pueden intensificar la desaceleración** a nivel mundial.
- **Europa: las medidas acordadas deben ser rápida y eficazmente implementadas** para acelerar la recuperación.
- **España: la persistencia de elevadas tensiones financieras** extenderá a 2013 la contracción de la actividad.
- **Con objetivos fiscales más creíbles y medidas contundentes,** el esfuerzo debe centrarse ahora en su ejecución y en las reformas para mejorar la capacidad de crecimiento.

# Índice

1. Editorial.....	3
2. Una desaceleración mundial que puede agravarse sin acciones decisivas de política económica.....	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	9
Recuadro 1. El acuerdo de ayuda financiera para reforzar la solvencia del sistema financiero español.....	23
Recuadro 2. Una evaluación de las últimas medidas aprobadas por el Gobierno.....	25
Recuadro 3. Cuenta corriente, deuda externa y movimientos de capital: un episodio histórico para la economía española.....	29
Recuadro 4. Diversidad de comportamientos regionales, condicionados por el ajuste fiscal y el sector exterior.....	33
4. Cuadros.....	35

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2012

## 1. Editorial

A pesar de que el deterioro de la economía real durante los primeros dos trimestres del año ha ido conforme a lo esperado, las perspectivas que se incluyen en esta publicación son más negativas que las presentadas hace tres meses e implican que la recuperación sostenida de la economía española tardará aún más en llegar. En particular, se espera que el PIB se contraiga un 1,4% tanto en 2012 como en 2013 y que, por consiguiente, se mantenga el proceso de destrucción de empleo durante los próximos meses. Las causas detrás de este empeoramiento en las perspectivas residen, por un lado, en la falta de certidumbre sobre las políticas que han de resolver los problemas de solvencia y liquidez a nivel europeo, así como en las que deben eliminar las incertidumbres de los mercados sobre el riesgo de ruptura de la moneda única. Como consecuencia, Europa presentará durante 2012 y 2013 una economía débil, que no supondrá impulso o soporte alguno para la economía española. Por otro lado, se ha observado también una pérdida de confianza de los mercados sobre la capacidad de España de cumplir sus compromisos fiscales y de avanzar hacia la rápida y definitiva reestructuración de una parte de su sistema financiero. La pérdida de confianza en la eurozona y en España se ha reflejado en un parón súbito de flujos de capitales externos hacia la economía española, que ha tenido como consecuencias un aumento significativo del coste de financiación para el sector público y una creciente dependencia por parte del sector privado doméstico de los recursos provenientes del Eurosistema. El cierre de los mercados y la magnitud de los costes de financiación dan lugar a un elevado grado de incertidumbre en las decisiones de los agentes económicos, reducen considerablemente el impacto positivo de la política monetaria del BCE sobre la economía española, que sí beneficia a otros países, e incrementan el efecto negativo neto del ajuste fiscal, al no producirse la esperada disminución de las primas de riesgo que tendría lugar en circunstancias normales. Todo estos factores explican el cambio de escenario y las perspectivas de una mayor caída de la actividad.

Los sesgos sobre este escenario dependerán de la rapidez y eficiencia en la implementación de una serie de instrumentos y políticas que han sido anunciados durante las últimas semanas. En primer lugar, ante el escenario anteriormente descrito, el Gobierno español ha decidido acertadamente solicitar la ayuda financiera de sus socios europeos para poder completar la recapitalización del sistema financiero. Esta ayuda es positiva ya que el volumen de financiación concedida cubre con holgura las posibles necesidades de capital del sistema, se establece con tiempo antes de que se den a conocer dichas necesidades, le otorga credibilidad al proceso con la implicación de las autoridades europeas y establece un calendario con plazos predeterminados. Más importante aún es que, aunque el tamaño de los posibles pasivos a contraer por este concepto son manejables dado el nivel de deuda pública española, se ha abierto la posibilidad de transferir en un futuro estas obligaciones al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) una vez que se establezca un supervisor único en Europa. De confirmarse dicho traspaso durante los próximos trimestres se habría dado un paso decisivo para solucionar uno de los principales problemas en Europa y, principalmente, en España: la retroalimentación entre riesgo soberano y bancario.

Por otro lado, la condicionalidad a la que se ve sometida la economía española como consecuencia de esta ayuda es razonable y conlleva medidas que se han venido proponiendo en esta publicación desde el inicio de la crisis. Por ejemplo, no se han añadido compromisos en materia fiscal más allá de los que ya se habían adquirido, y la Comisión Europea ha tenido en cuenta el nuevo contexto económico para fijar objetivos de déficit acordes con el mayor deterioro esperado de la economía. Sin embargo, dada la desviación observada en 2011, el tamaño del ajuste fiscal necesario para cumplir con la meta de 2012 continúa siendo enorme (alrededor de 5% del PIB) y el esfuerzo conjunto a 2013 alcanzará más de 7% del PIB. El Gobierno ha anunciado medidas que elevan considerablemente la probabilidad de cumplir con el objetivo en 2012. Más aún, ha escogido instrumentos de política fiscal que minimizarán el impacto negativo que tendrá la consolidación fiscal sobre la actividad incrementando la imposición indirecta, reduciendo el gasto corriente y anunciando una disminución de la imposición directa a partir de 2013. En todo caso, continúan existiendo riesgos hacia delante. El primero es el relacionado con la consecución de los objetivos presupuestarios en 2013 si, como se prevé en esta publicación, se confirma que la recesión económica será similar a la de este año. En segundo lugar, existe un riesgo importante de ejecución, ligado principalmente a la capacidad de que las comunidades autónomas cumplan rigurosamente con los compromisos asumidos en sus Planes Económico-Financieros de Reequilibrio 2012-2014 (PEFs). La suspensión de la paga extraordinaria de Navidad a los empleados públicos ayudará a

las CC.AA. a compensar las dudas sobre la eficacia de algunas de las políticas anunciadas en sus PEFs (por ejemplo, los ingresos por privatizaciones). Además, algunas de estas medidas se han anunciado como temporales, cuando son necesarios ajustes presupuestarios permanentes, por lo que se retrasa a los próximos años una parte del ajuste fiscal. No obstante, el Gobierno y las CC.AA. van ganando credibilidad al poner en marcha los mecanismos y plazos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

Asimismo, el Gobierno ha anunciado un calendario de reformas que se concentra en áreas que tradicionalmente han sido "cuellos de botella" para la generación de ganancias de competitividad en la economía española. El anclaje que supone la ambiciosa reforma laboral llevada a cabo debería reforzarse con acciones decididas que mejoren las perspectivas de las finanzas públicas y el crecimiento a medio plazo de la economía española.

En cualquier caso, las medidas que se están tomando, aunque positivas, necesitan tiempo para madurar, mostrar su efectividad y alcanzar sus objetivos. Por ejemplo, en el caso del crecimiento, durante los próximos trimestres los datos continuarán mostrando una economía en contracción. Asimismo, el que una parte importante de las medidas fiscales se haya concentrado en la parte final del año, ya sea por el retraso en la entrada en vigor de los presupuestos o la presentación de los PEFs, o porque así han sido diseñadas, augura que la mejoría significativa en el déficit público todavía tardará en llegar.

Las medidas anunciadas en Europa también necesitarán tiempo para proporcionar los resultados deseados. La aprobación de un supervisor único bancario en Europa se dará cuando menos a partir de finales de este año. La puesta en marcha de los mecanismos necesarios para transferir al MEDE la deuda correspondiente a la recapitalización bancaria en España no tendrá lugar, como pronto, hasta el primer semestre del 2013.

Todo lo anterior implica que las incertidumbres respecto al éxito de las políticas implementadas en España y en Europa permanecerán por un tiempo todavía prolongado. Para que esto no se traduzca en episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros que retroalimenten el círculo vicioso en el que se encuentra inmersa la economía, es necesario reforzar el compromiso entre España y las instituciones europeas. Por su parte, el Gobierno español, habiendo adoptado ya en su mayor parte las medidas fiscales necesarias, debe profundizar en reformas que aumenten la capacidad de crecimiento de la economía, garantizando de esta manera una mayor velocidad de salida cuando se produzca la recuperación. Por su parte, las instituciones europeas deben dar un salto cualitativo a nivel institucional que acelere la solución a la crisis de la deuda y deben respaldar las políticas implementadas en España, utilizando con la mayor eficacia posible los mecanismos disponibles para reducir su prima de riesgo y garantizar su consistencia con los fundamentales de la economía española.

## 2. Una desaceleración mundial que puede agravarse sin acciones decisivas de política económica

### **El crecimiento global ganará fuerza sólo si medidas de política económica ya aprobadas, y algunas por tomar aún, se implementan a tiempo**

Dado el debilitamiento de la economía mundial registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas es determinante para mejorar las perspectivas de crecimiento en 2013. El escenario de crecimiento mundial descrito en esta publicación, en torno al 3,5% durante el periodo 2012-2013, depende tanto del seguimiento y aplicación de las medidas ya aprobadas como de la adopción de medidas nuevas. Estos pasos son necesarios para evitar un "accidente" financiero en Europa<sup>1</sup> y un ajuste fiscal automático en Estados Unidos (EE.UU.), además de para estimular el crecimiento de las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

Tras la cumbre de junio, el área del euro ha dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos sobre la supervisión bancaria única, la aprobación de planes de largo plazo en los ámbitos bancario y fiscal, y las medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, han de aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar la plena capacidad de los mecanismos financieros existentes, permitiendo que economías con difícil acceso al mercado puedan implementar planes de consolidación fiscal aprobados y reformas estructurales. Ello también debería implicar la participación del Banco Central Europeo (BCE).

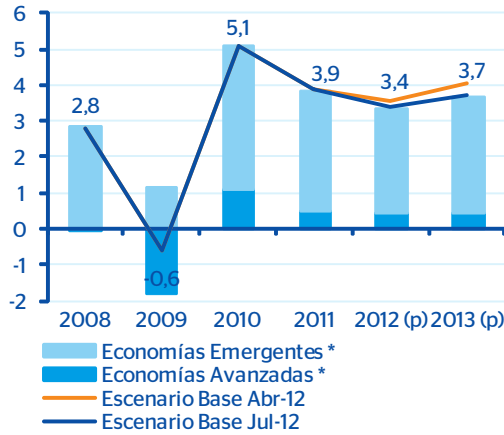
En EE.UU. ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y, previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en EE.UU. dificulta alcanzar acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente en los próximos meses.

Por su parte, es necesario que aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica implementen una combinación de medidas que logre compensar el ajuste de la demanda externa. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por los vaivenes de la crisis europea y por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en EE.UU.

---

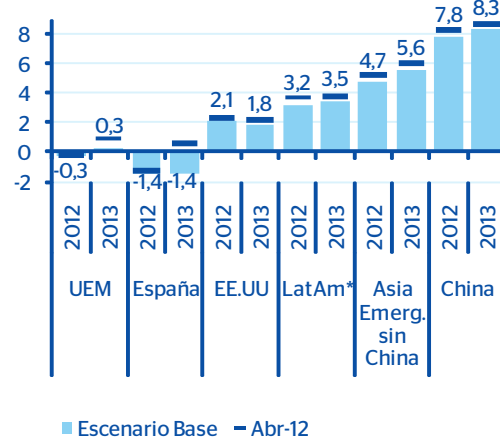
<sup>1</sup>: El "accidente" financiero puede tener varias formas, como por ejemplo la falta de demanda en emisiones soberanas de alguna de las economías periféricas.

Gráfico 1  
**Crecimiento del PIB mundial (%)**



(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**Crecimiento del PIB por áreas (%)**



(\*) Argentina, Brazil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela  
Fuente: BBVA Research

## Con una menor probabilidad de que ocurra un accidente, la economía europea será capaz de salir de la recesión actual hacia finales del año, aunque los riesgos se mantienen a la baja

El segundo trimestre del año no ha sido positivo para la zona euro, que continúa con una fuerte crisis financiera, sobre todo en los países periféricos, y ha visto cómo los indicadores macroeconómicos se deterioraban después de un primer trimestre de mejora. La eurozona ha superado una situación difícil en Grecia, donde la reestructuración de la deuda en abril fue seguida por un período de inestabilidad política que, tras dos elecciones generales, ha dado lugar a un gobierno de coalición a favor de la permanencia del país en la zona euro y del mantenimiento del programa de reformas. En cualquier caso, la situación de Grecia continúa siendo difícil, ya que va a sufrir una recesión profunda durante este año y la sostenibilidad de su deuda pública a largo plazo aún no está asegurada, a pesar de la reestructuración.

Más allá de Grecia, las tensiones financieras se han recrudecido durante el segundo trimestre y han afectado, sobre todo, a España e Italia. Las causas de este deterioro financiero se pueden encontrar en las dudas sobre los planes de reestructuración de parte del sistema financiero español, incluso después del plan de recapitalización de 100 mil millones de euros aprobado por la eurozona, y por la percepción generalizada de que las decisiones adoptadas hasta ahora por las autoridades europeas, a pesar de los avances conseguidos, no son suficientes para resolver la crisis.

Las medidas tomadas en la cumbre europea del 28-29 de junio supusieron avances positivos, aunque no han tenido consecuencias inmediatas sobre las tensiones financieras. La supervisión común del sistema bancario, en principio fechada para el mes de diciembre, es un primer paso hacia la unión bancaria, aunque el resto de los elementos necesarios, así como la unión fiscal, quedan para más adelante, con propuestas que se presentarán en octubre y se deberían aprobar en la cumbre de diciembre si existe un acuerdo entre los países de la eurozona. La cumbre se focalizó más en medidas para atajar los problemas del corto plazo. Más allá del plan de crecimiento, que apenas supone la inyección de dinero "fresco", la recapitalización directa de los bancos que lo requieran por parte del Mecanismo Europeo De Estabilización (MEDE), una vez esté en marcha la supervisión bancaria común, ayudará a romper la relación entre deuda soberana y bancaria. La precisión de que las intervenciones en los mercados de deuda soberana del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF) y del MEDE podría llevarse a cabo sin condicionalidad adicional es un paso más, aunque pequeño, para aliviar las tensiones de la deuda soberana en países como España e Italia. En cualquier caso, requeriría la petición previa de ayuda por parte de estos países y la firma de un memorando de entendimiento con Europa. Como se puede apreciar, las medidas son positivas, pero no de aplicación inmediata, y no han constituido una solución convincente y

definitiva ante las dudas del mercado. Sigue sin existir un comprador de última instancia para la deuda soberana, papel que el BCE no cumple. Los inversores continúan incorporando un riesgo de tipo de cambio a sus decisiones de inversión dentro de una unión monetaria ante la posibilidad de ruptura del euro, cuya probabilidad consideran mayor tras el episodio griego y la evidencia de que la estrategia adoptada por Europa para reconducir los desequilibrios de la periferia pasa por una fuerte recesión en varios países, que hace más difícil los ajustes. A esto se añaden los retrasos en la aprobación del MEDE en Alemania y las declaraciones de políticos europeos poniendo en duda la validez de lo acordado en la cumbre, lo cual genera "ruido" en el mercado, que ve altos riesgos de implementación en las decisiones adoptadas. Ante este panorama, es importante que los países continúen aplicando la hoja de ruta definida a través de los programas de reformas y ajustes, y que se pongan en marcha las decisiones tomadas en junio para aliviar lo más rápidamente posible los problemas de financiación de los soberanos y los agentes privados de la periferia.

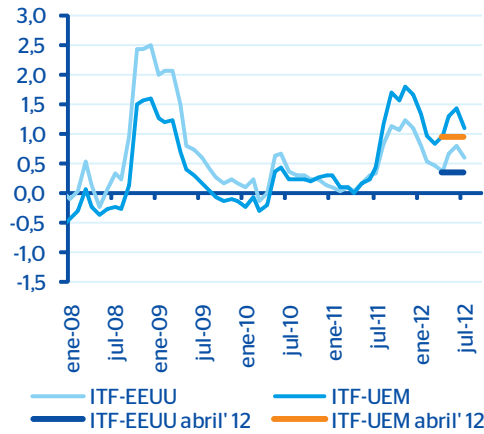
Bajo estas condiciones de actuación por parte de las autoridades, las previsiones asumen que las primas de riesgo y las restricciones de liquidez se irán reduciendo paulatinamente a partir de septiembre, aunque tardarán en desaparecer. Con menores riesgos de un accidente financiero, la economía europea será capaz de salir de la recesión actual hacia finales del año y crecerá moderadamente en 2013 (+0,3%), aunque sin poder evitar la recesión este año (-0,3%) debido a la caída de actividad acumulada desde el cuarto trimestre de 2011. Los países de la periferia seguirán experimentando una recesión importante debido a los ajustes fiscales y al proceso de desapalancamiento de los agentes económicos. Los del centro y norte de Europa crecerán, pero su actividad se verá lastrada, tanto por la debilidad de la demanda interna como por un menor tono de la demanda global. En este contexto, la inflación debería situarse por debajo del 2% a principios del año que viene, mientras que el BCE mantendrá los tipos de interés a los niveles actuales, o incluso menores, durante un período prolongado de tiempo.

Los riesgos de este escenario son evidentes y se derivan de la posibilidad de un accidente financiero en algún punto o sector de Europa, con un potencial de contagio elevado a otros países. En principio, y sólo si se implementan adecuadamente las medidas aprobadas a finales de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España, y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, pueden ser suficientes para evitar dicho accidente. En todo caso, el balance de riesgos está sesgado a la baja dada la posibilidad de que la implementación de las medidas aprobadas sea demasiado lenta y esté sometida a los vaivenes de la economía política doméstica de los distintos países. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado.

## Revisiones a la baja en el resto del mundo

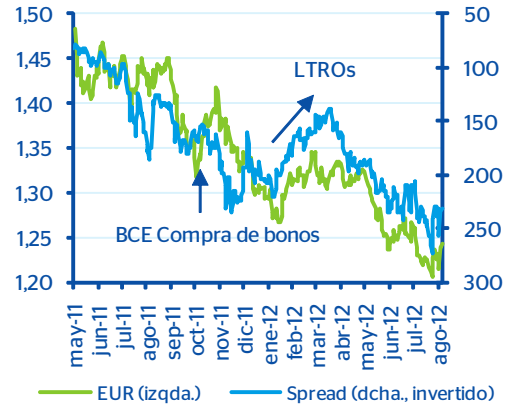
En lo que se refiere a EE.UU., la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado, como del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Latinoamérica, a pesar de las generalizadas revisiones a la baja en el crecimiento esperado respecto a las estimaciones presentadas hace tres meses, se mantienen las previsiones de México (3,7% en 2012 y 3,0% en 2013) dados los buenos datos de actividad del primer semestre de 2012, el sostenimiento de las favorables condiciones de financiación doméstica y el impulso de la competitividad externa. En Brasil, las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja significativamente (hasta el 2,2% en 2012 desde el 3,3%), debido tanto al impacto del entorno externo y los problemas domésticos, como a una cierta desaceleración en los mercados de crédito y el deterioro de competitividad. A pesar de que se espera que la actividad se recupere en los próximos trimestres tras la relajación sin precedentes de las condiciones monetarias, la reciente desaceleración advierte de las dudas sobre la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y de la expansión del crédito.

Gráfico 3  
Indicador de estrés financiero, BBVA Research (\*)



(\*) Resume la dinámica de un conjunto de variables financieras que incluye: volatilidad bursátil, de tipo de interés y de divisas; riesgo soberano, de crédito y corporativo; y tensiones de liquidez.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
Tipo de cambio dólar-euro y prima de riesgo de España e Italia. Media simple del spread vs. bono a 10A, pb; índice 1 ene 11=100



Fuente: BBVA Research y datos EPFR

En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, se han revisado a la baja las previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal, permitirán que el PIB pueda crecer en 2013 un 8,3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.



## 3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

### La recesión se prolongará hasta 2013

#### **A pesar de que se ha avanzado en la solución de los problemas de gobernanza europea, en la reestructuración del sector financiero y en el proceso de consolidación fiscal...**

Durante los últimos tres meses, las perspectivas económicas para España se han deteriorado significativamente. Desde mediados de mayo se asiste a un nuevo episodio de recrudescimiento de las tensiones financieras en Europa, en el que se han incrementado tanto el coste como las dificultades de acceso a la financiación externa de la economía española. Dicho episodio ha condicionado las decisiones de política económica tanto en España como en el conjunto del área del euro. En particular, se acordó un paquete de ayuda financiera que sirviera para llevar a cabo la reestructuración definitiva de una parte del sistema financiero español (véase el Recuadro 1). Asimismo, se dio un paso importante para romper el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario, abriendo la puerta a la recapitalización directa de las entidades financieras por parte del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), sujeta a la creación de un supervisor bancario único para Europa<sup>2</sup>. Finalmente, el Gobierno español aprobó un nuevo paquete de medidas fiscales para realinear la senda de ajuste de las cuentas públicas con los nuevos objetivos acordados con la Unión Europea (véase el Recuadro 2)<sup>3</sup>. Sin embargo, todo lo anterior no ha logrado disipar las dudas sobre la credibilidad de la hoja de ruta del proyecto europeo, ni sobre la capacidad de la economía española para cumplir con los compromisos adquiridos. Aunque las medidas adoptadas pueden ser suficientes, necesitan tiempo para mostrar resultados. Entre tanto, las tensiones financieras se mantendrán elevadas, lo que unido a la aceleración del ajuste fiscal continuará pesando sobre las perspectivas de crecimiento de la economía española en el corto y medio plazo.

#### **... los determinantes de la evolución de la economía española en el corto plazo continúan mostrando un fuerte deterioro**

A tenor de lo expuesto, se espera que el nuevo periodo recesivo en el que está inmersa la economía española se prolongue hasta el próximo año. En primer lugar, se prevé que durante los próximos meses el acceso a la financiación externa continúe siendo limitado y relativamente más caro de lo que se proyectaba en la edición anterior de Situación España, tanto para el sector público como para el sector privado. En segundo lugar, el recrudescimiento de las tensiones financieras también ha incidido negativamente en las perspectivas de crecimiento en Europa, lo que se traducirá en una demanda exterior más débil de los bienes y servicios producidos en España. En tercer lugar, el anuncio de nuevas medidas fiscales en España y el aumento de la prima de riesgo hasta máximos históricos, intensificarán el impacto negativo que el tono contractivo de la política fiscal puede tener sobre la economía, al limitar los mecanismos de transmisión de la política monetaria o la mejora de la confianza. Lo anterior, a pesar de que las nuevas medidas presupuestarias -más concentradas en la imposición indirecta y en el gasto corriente-, deberían aportar credibilidad al ajuste y minimizar su impacto negativo sobre el crecimiento.

Pese a esto, existen algunos factores que continuarán actuando como contrapeso. En lo que respecta a los determinantes externos, la política monetaria (y de liquidez) por parte del Banco Central Europeo (BCE) seguirá siendo proclive a apoyar la demanda agregada y la estabilidad financiera. Esto, unido a los diferenciales de crecimiento entre Europa y el resto del mundo, continuarán presionando a la baja el tipo de cambio del euro, contribuyendo de forma positiva a las ganancias de competitividad de las empresas exportadoras. Por otro lado, a pesar de que las

2: Las condiciones del acuerdo se recogen en el Memorando de Entendimiento firmado el pasado 20 de julio, disponible en: <http://www.mineco.gob.es/portal/site/mineco/menuitem.aa5c961c0709f0fe3e85b782026041a0/?vgnnextoid=7c9f2f207c415310VgnVCM1000001d04140aRCRD>

3: Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad, disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/14/pdfs/BOE-A-2012-9364.pdf>

tensiones geopolíticas seguirán siendo un factor de riesgo, los precios del petróleo se han reducido notablemente frente a lo que se esperaba hace tres meses, lo que aportará cierto alivio al sistema productivo español en el corto plazo, habida cuenta de su dependencia energética.

En lo que respecta a los condicionantes domésticos, se espera que el programa de pago a proveedores (que moviliza recursos en torno al 2,5% del PIB) continúe teniendo un impacto positivo (aunque temporal) sobre el gasto durante los próximos meses<sup>4</sup>. Asimismo, la anunciada reducción de las cotizaciones a la seguridad social que paga el empresario, junto con la subida del IVA, conforman una "devaluación fiscal" que incrementará la competitividad de las empresas españolas frente a sus competidores externos. Finalmente, el Gobierno ha anunciado para el segundo semestre del año un ambicioso calendario de reformas estructurales que, junto con la reforma laboral ya aprobada, podrían atenuar la destrucción de empleo y sentar las bases para una recuperación más robusta en el medio plazo.

En síntesis, se prevé que la economía española continúe en recesión durante los próximos trimestres y que, en el escenario más probable, se observe una caída del PIB en torno al -1,4% para el conjunto del año 2012. Adicionalmente, bajo las actuales circunstancias, se espera que la recuperación económica se retrase hasta la segunda mitad de 2013, año que previsiblemente se cerrará con una contracción de igual magnitud a la prevista para 2012. No obstante, si bien es cierto que las innovaciones en el escenario anteriormente descritas ya suponen una revisión negativa de las previsiones de crecimiento para 2013, es necesario resaltar que la probabilidad de observar una contracción mayor sigue siendo elevada.

## La economía española registró un deterioro de la actividad en el 2T12 similar al de los dos trimestres precedentes

A falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) señala que la economía española se habría contraído un -0,4% t/t en el 2T12, encadenando tres trimestres consecutivos de caídas<sup>5</sup>. De confirmarse esta estimación, la evolución durante ese trimestre se habría situado en línea con las previsiones de BBVA Research (-0,4% t/t). Aunque la cifra publicada fue ligeramente menor que la inferida en las estimaciones en tiempo real (MICA-BBVA -0,3% t/t)<sup>6</sup>, estas ya alertaban de forma temprana que la tasa de crecimiento para el conjunto del 2T12 volvería a ser negativa (véase el Gráfico 5), y que el deterioro de la actividad continuará durante el trimestre actual (véase el Gráfico 6). Adicionalmente, los indicadores parciales de coyuntura conocidos a la fecha de cierre de este informe apuntan a una corrección a la baja de todos los componentes de la demanda doméstica en el 2T12 y, en consecuencia, de las importaciones, por lo 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 7).

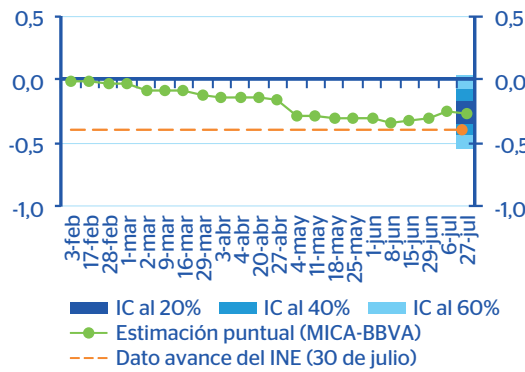
4: Una evaluación de los efectos del plan de pago a proveedores se encuentra en el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012, disponible en: [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1205\\_Situacionespana\\_tcm346-326621.pdf?ts=3172012](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1205_Situacionespana_tcm346-326621.pdf?ts=3172012)

5: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 2T12 se publicará el próximo 30 de agosto, siendo posible la revisión del dato avance.

6: 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.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1021\\_tcm348-231736.pdf?ts=2542012](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012)

Gráfico 5

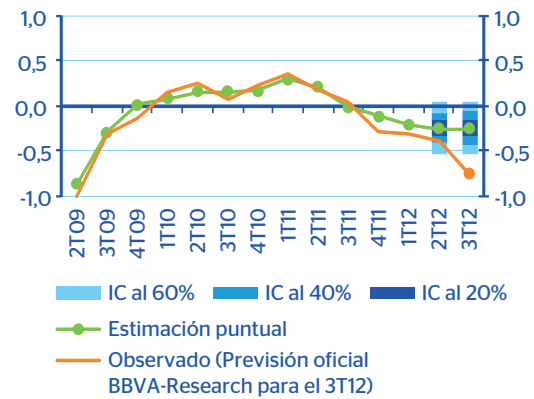
**España: previsiones de crecimiento del PIB para 2T12 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (% t/t)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

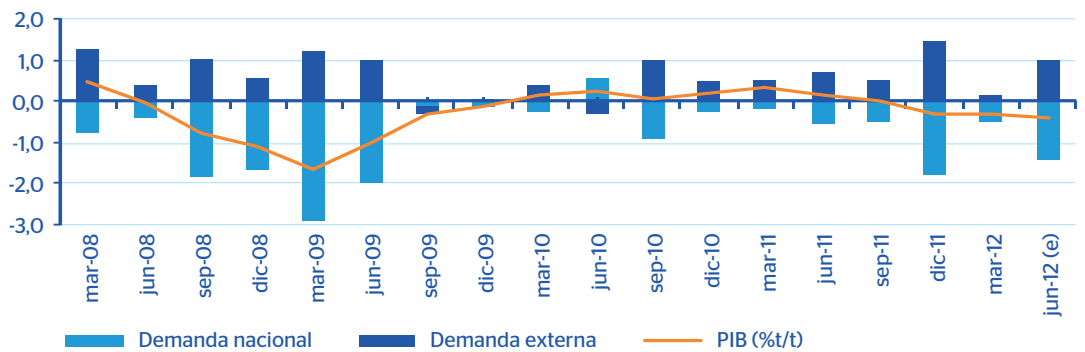
**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)**



Previsión actual: 3 de agosto de 2012  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 7

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



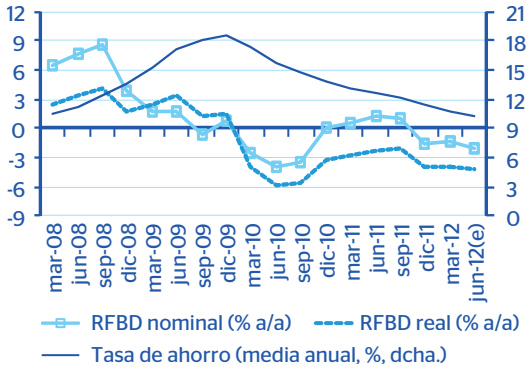
(e): estimación  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

**Se acelera la caída de la demanda doméstica privada**

Tras un primer trimestre caracterizado por el estancamiento 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 retrocedió entre abril y junio a pesar de la disminución prevista de su tasa de ahorro (véase el Gráfico 8). Así, el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) y el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) apuntan a que el gasto de los hogares se habría contraído en torno a un 1,0% t/t (-1,9% a/a) en el 2T12 (véase el Gráfico 9).

Gráfico 8

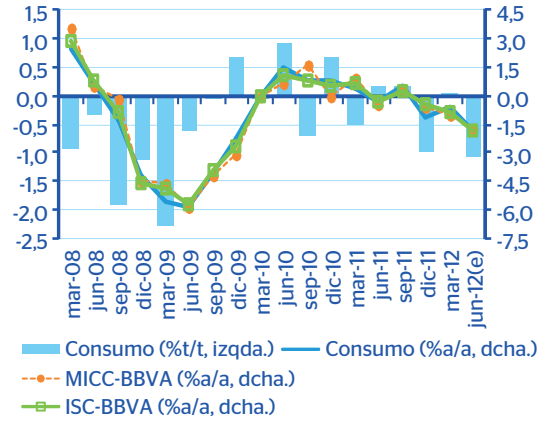
**España: Renta Bruta Disponible de las Familias (RFBD) y tasa de ahorro de los hogares**



(e): estimación  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 9

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

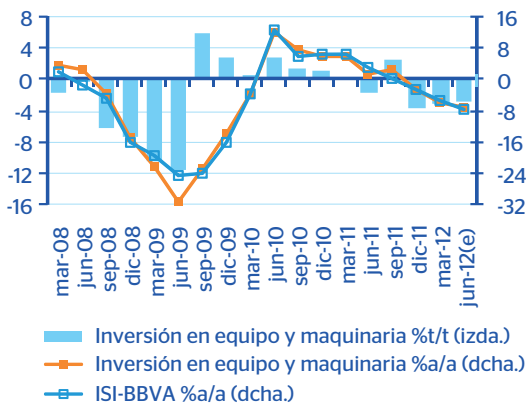


(e): estimación  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por su parte, la información relativa a la inversión privada sugiere la continuidad de la retracción de sus principales partidas durante el segundo trimestre del año. En lo que respecta a la inversión en equipo y maquinaria, la atonía de la demanda interna, el ajuste fiscal y el repunte de las tensiones financieras en Europa -junto con la incertidumbre asociada, el incremento del coste y de las dificultades de acceso a la financiación- habrían explicado su evolución desfavorable. Así, el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) permite adelantar que esta partida de la demanda se habría vuelto a contraer en torno a un 3,0% t/t (-7,2% a/a) entre abril y junio (véase el Gráfico 10). La inversión en vivienda también habría disminuido, tanto por las razones expuestas anteriormente como, sobre todo, por la continuidad de la corrección de los desequilibrios acumulados y el actual deterioro cíclico de la economía española. Así, sigue sin vislumbrarse una reversión de la tendencia de caída en los datos disponibles: nuestro indicador sintético de la inversión en vivienda (ISCV-BBVA) advierte un ritmo de descenso ligeramente más intenso en el 2T12 que el del trimestre anterior, con una tasa de variación trimestral del -2,6% (-7,2% a/a) (véase el Gráfico 11).

Gráfico 10

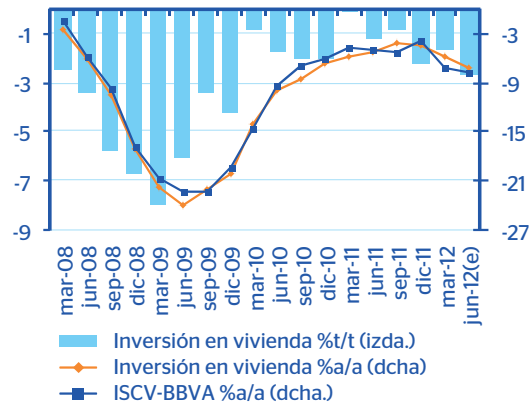
**España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria**



(e): estimación  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 11

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



(e): estimación  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

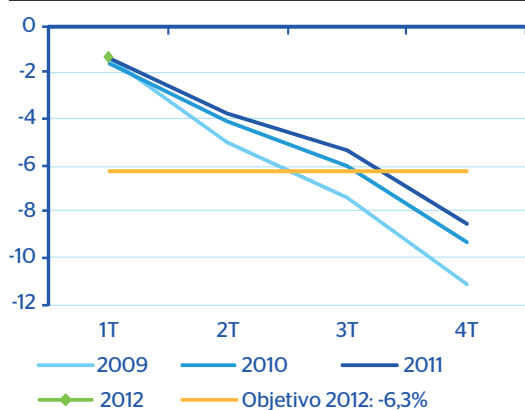
## Los datos de la ejecución presupuestaria anticipan que la mayor parte del ajuste de la demanda pública se llevará a cabo en el segundo semestre del año

El déficit del conjunto de administraciones públicas alcanzó el 1,4% del PIB en el 1T12 (véase el Gráfico 12), resultado de los efectos negativos del deterioro económico sobre las cuentas públicas y en especial, sobre los ingresos tributarios. Por niveles de administración, tan sólo la central registró déficit en el primer trimestre del año (-1,9% del PIB), que se vio parcialmente compensado por el ligero superávit alcanzado en el resto de administraciones (equilibrio presupuestario en el caso de las comunidades autónomas), todas ellas favorecidas por los adelantos de transferencias realizados por la administración central.

De cara al segundo trimestre, los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado arrojan un déficit acumulado a junio de 2012 del 4,0% del PIB (véase el Gráfico 13). Pese a que se observa cierta moderación en el consumo final del Estado -principalmente, por el recorte en consumos intermedios-, este resultado continúa estando condicionado por el adelanto de las transferencias a otras administraciones públicas -fundamentalmente, comunidades autónomas y seguridad social-, aunque también por la evolución adversa de los ingresos.

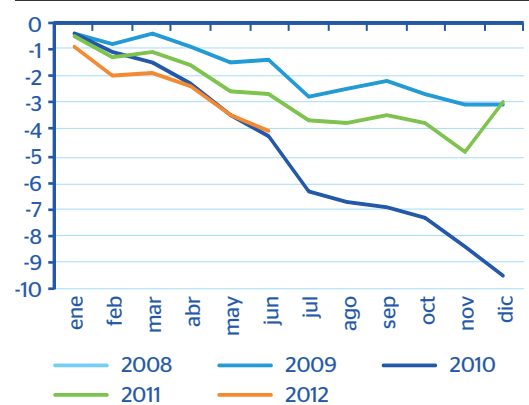
A la luz de esta información, y a la espera de conocer el desempeño de las comunidades autónomas durante el 2T12, se espera que el consumo público haya continuado cayendo en este segundo trimestre, en línea con la disminución del empleo público mostrada por la Encuesta de Población Activa (EPA) (-5,5% a/a). Dado que una buena parte de las medidas de consolidación fiscal que atañen a las comunidades autónomas se definieron a partir de los planes de reequilibrio presentados en mayo, la mayor parte del ajuste se concentrará en la segunda mitad del ejercicio. Por su parte, el esfuerzo de consolidación fiscal sigue focalizado en el recorte de la inversión, por lo que la construcción no residencial previsiblemente habría seguido contrayéndose con más intensidad que en trimestres anteriores.

Gráfico 12  
España: capacidad (+)/ necesidad (-)  
de financiación de las AA.PP (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 13  
España: capacidad (+)/ necesidad (-)  
de financiación del Estado (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

## Tras dos trimestres en una dinámica contractiva, el 2T12 augura una suave recuperación de las exportaciones y la continuidad de la contribución positiva del saldo exterior al crecimiento

La primera mitad del año 2012 se inició con un primer trimestre caracterizado por una contracción moderada de las exportaciones de bienes y servicios y con una aportación positiva del saldo exterior neto al crecimiento, favorecida por la persistente debilidad de las importaciones. Desde comienzos del 2T12, las exportaciones españolas se enfrentan a los retos ya presentes en 1T12 con una intensidad renovada. La nueva ola de inestabilidad financiera en Europa apunta a una demanda de exportaciones algo más débil de la prevista hace unos meses, aunque en todo caso

positiva. Igualmente, cabe esperar que los problemas de acceso a la financiación exterior hayan comenzado a incidir negativamente en la oferta exportadora, cuyo dinamismo depende en buena medida del correcto funcionamiento de los mercados de crédito, seguros y derivados financieros. Habida cuenta de los retos, el elemento compensador en el 2T12 se habría encontrado en la presión a la baja sobre el tipo de cambio del euro y su efecto positivo sobre la competitividad-precio de las exportaciones. De esta forma, los datos de exportaciones de bienes provenientes de Aduanas registraron un repunte en mayo tras la debilidad observada a principios del trimestre. Asimismo, el indicador de exportación de bienes y servicios de grandes empresas evidenció avances en el 2T12, especialmente en mayo. Como contrapunto, la cartera de pedidos de exportaciones de la industria mostró un peor desempeño al cerrar el segundo trimestre 5 puntos por debajo del primero. En definitiva, la información disponible apunta a una recuperación de las exportaciones de bienes, que en el 2T12 habrían crecido el 1,1% t/t (3,6% a/a).

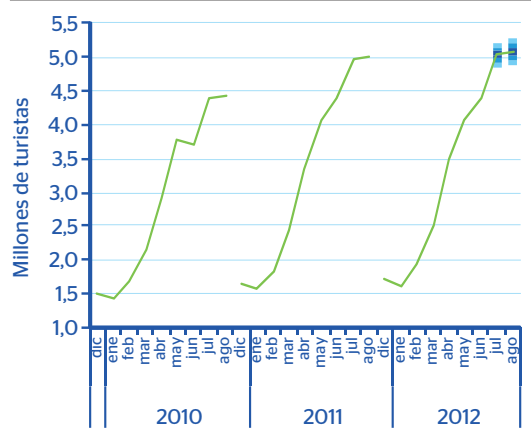
En la misma línea se habrían comportado las exportaciones de servicios (+2,2% t/t; 1,4% a/a). Así, aunque la temporada del sector turístico en su conjunto muestra más debilidad que en 2011, ello es debido, en su mayor parte, a la precaria situación de la demanda interna. En contraste, el turismo exterior muestra un comportamiento positivo, si bien su contribución al crecimiento está siendo menor que la observada durante el año anterior, en el que las visitas de extranjeros se vieron incentivadas por la "primavera árabe". Como consecuencia del aumento de los visitantes extranjeros (2,9% a/a en el primer semestre del año), y del ligero incremento del gasto medio por visitante (2,7% a/a en el periodo enero-mayo), el gasto total de los turistas extranjeros creció el 4,6% a/a en el 1S12.

Hacia adelante, las perspectivas para la campaña de verano son positivas. De acuerdo con el modelo de indicadores coincidentes del turismo (MICT), elaborado por BBVA y Google<sup>7</sup>, las pernoctaciones de extranjeros en hoteles españoles se situarían en julio y agosto por encima de las registradas un año atrás (en torno al 1,5% a/a), lo que supondría alcanzar un nuevo récord en la entrada de visitantes (véase el Gráfico 14).

A la recuperación moderada de las exportaciones se une la dinámica contractiva en la que continúan instaladas las importaciones. Los indicadores parciales publicados hasta la fecha sugieren un nuevo deterioro de las compras al exterior en el 2T12 (-1,9% t/t; -7,3% a/a), condicionado por la evolución adversa de todos los componentes de la demanda interna, a pesar de la válvula de escape que ha supuesto la reducción de los precios del petróleo. En este punto, merece la pena incidir sobre el lastre que ejerce la dependencia energética sobre el crecimiento económico y las necesidades de financiación externa de la economía española. Como se observa en el Gráfico 15, por cada punto porcentual adicional de crecimiento de la demanda interna más exportaciones, se requieren aproximadamente 1,7pp de importaciones energéticas reales<sup>8</sup>. En síntesis, los factores arriba mencionados apuntan a una nueva contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento en el 2T12.

Gráfico 14

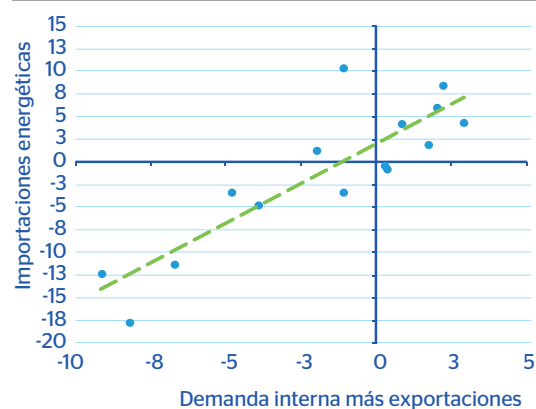
**España: entrada de turistas extranjeros y previsiones del Modelo MICT (Google-BBVA)**



Fuente: BBVA Research y Google a partir de INE

Gráfico 15

**España: importaciones energéticas y demanda interna más exportaciones, volumen (3T08-1T12; % a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas e INE

7: Más detalles en: [http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/121116\\_BBVA-GOOGLE\\_TURISMO\\_tcm346-284306.pdf?ts=3172012](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/121116_BBVA-GOOGLE_TURISMO_tcm346-284306.pdf?ts=3172012)

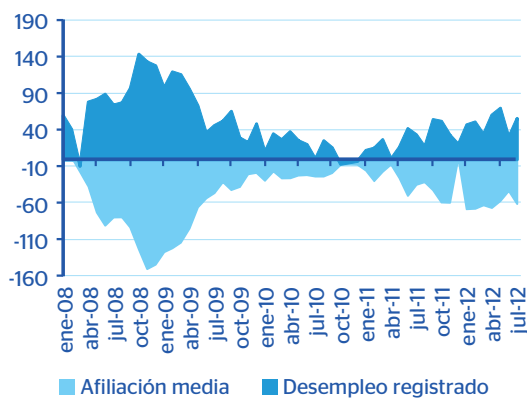
8: Además, la segunda mitad de 2008, la economía española ha reducido sus importaciones energéticas reales un -5,1%, cifra inferior a la caída experimentada por la demanda interna más exportaciones, en torno al -6,5%.

## Los indicadores del mercado laboral continúan exhibiendo un deterioro significativo

Cuando se excluyen los cambios provocados por motivos estacionales y de calendario (CVEC), los registros del mercado laboral muestran que el ritmo de destrucción de empleo se intensificó ligeramente entre abril y junio. Así, la afiliación media a la Seguridad Social cayó un 0,9% t/t CVEC en el 2T12, una décima más que en el trimestre precedente, por la evolución desfavorable de la industria y de la construcción y, en menor medida, de los sectores primario y servicios. En consecuencia, el desempleo registrado volvió a crecer, en esta ocasión el 3,4% t/t CVEC desde el 2,6% del 1T12 (véase el Gráfico 16)<sup>9</sup>. En líneas generales, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 2T12 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro. La caída de la ocupación (-15,9 miles de personas, -174 mil CVEC) -concentrada en los servicios y, especialmente, en el empleo temporal del sector público-, junto con el aumento estacional de la población activa (37,6 miles de personas, -33 mil CVEC), provocaron un incremento de 0,5pp de la tasa de desempleo hasta el 24,6% CVEC y una reducción de 0,6pp de la tasa de temporalidad hasta el 23,7% CVEC (véase el Gráfico 17).

Gráfico 16

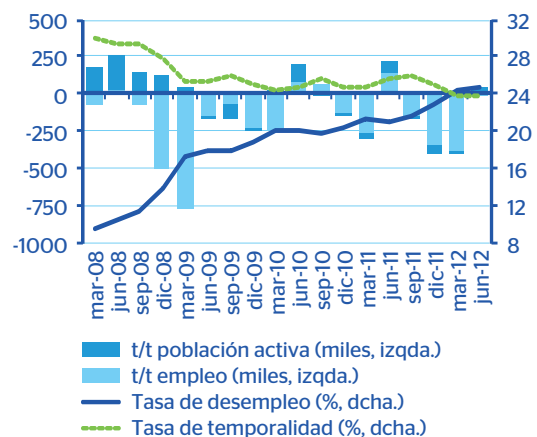
**España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (Var. mensual en miles de personas, datos CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 17

**España: indicadores del mercado laboral**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## A pesar de la moderación del coste de la energía, los precios se mantuvieron estables

Durante el segundo 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. Sin embargo, detrás de dicha estabilidad se observaron movimientos significativos en los precios de los distintos grupos especiales que conforman el Índice de Precios de Consumo (IPC). En lo que respecta al componente subyacente, la aceleración de la inflación en los alimentos elaborados -tras los cambios en la imposición a las labores al tabaco- se vio prácticamente compensada por la desaceleración en los bienes industriales no energéticos y la estabilidad en los servicios, a pesar del aumento de los precios regulados del transporte. De forma similar, en el componente residual la desaceleración de la inflación energética, empero del aumento de los precios regulados del gas y la electricidad, estuvo compensada por el repunte de los precios de los alimentos no elaborados. Así, de la inflación general registrada a finales del segundo trimestre (1,9% a/a en junio), 1,4pp son atribuibles al componente energético y a los alimentos, y tan sólo 0,5pp a los servicios y los bienes industriales no energéticos, que siguen constatando la ausencia de presiones inflacionistas de demanda (véase el Gráfico 18)<sup>10</sup>. Por su parte, los registros del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA)

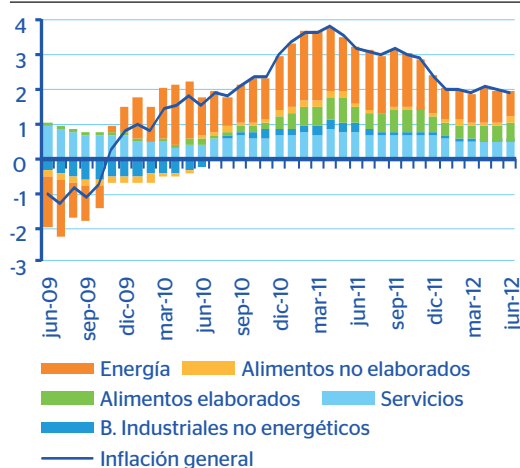
9. Los registros de julio indican que el mercado laboral continuó deteriorándose. Cuando se corrigen las cifras de estacionalidad y calendario, se estima una disminución de la afiliación a la Seguridad Social de 60 mil personas y un aumento del paro registrado de 56 mil.

10. El indicador adelantado del IPC de julio señala una aceleración de la inflación anual hasta el 2,2%, que se corresponde, principalmente, con el incremento de los precios de la energía y de los bienes industriales no energéticos. En lo que respecta a la energía, además del aumento de los precios de los carburantes, habría incidido el crecimiento de los precios regulados (gas y electricidad) que entró en vigor a principios de julio. Por su parte, el precio de los bienes industriales no energéticos estaría condicionado por el incremento de los precios de los medicamentos y otros productos farmacéuticos tras la introducción del copago sanitario también a principios del mes.

señalan que durante el segundo trimestre del año el diferencial de inflación respecto a la zona euro se mantuvo favorable a España en torno a los -0,6pp, mientras que a impuestos constantes, los datos más recientes (mayo de 2012), sitúan el diferencial en torno a -0,2pp en el 2T12 (véase el Cuadro 1).

Gráfico 18

**España: contribuciones al crecimiento interanual del IPC (%)**



Fuente: BBVA Research a partir INE

Cuadro 1

**España: diferencial de inflación respecto al área del euro (pp)**

		Total	A impuestos 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	-0,4
	2T (*)	-0,6	-0,2

(\*) Datos hasta mayo para las cifras a impuestos constantes  
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

## Escenario 2012-2013: empeora el diagnóstico sobre la economía española en el corto plazo

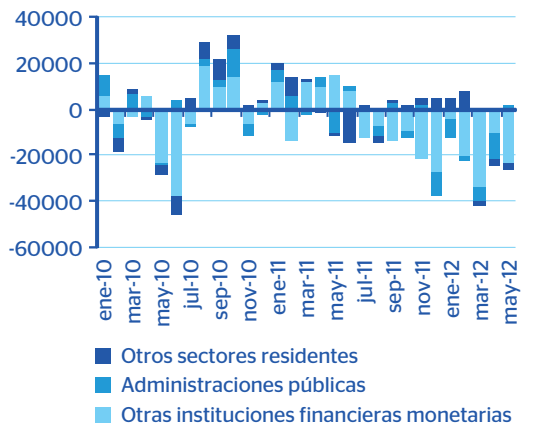
Como se adelantaba en la introducción de esta sección, a pesar de que se han conseguido avances en la gobernanza europea, en la reestructuración del sector financiero y en el proceso de consolidación fiscal, se constata un empeoramiento significativo de los determinantes de la evolución de la economía española en el corto plazo que, en el escenario más probable, supondrá la prolongación de la recesión hasta el próximo año. Por tanto, los riesgos siguen estando concentrados a la baja y el contexto actual supone un nuevo incremento de la probabilidad de escenarios de riesgo.

Empezando por los factores externos, aunque la política monetaria del BCE previsiblemente continuará actuando como contrapeso en el corto plazo, el repunte de la inestabilidad en los mercados de capitales y de deuda soberana en Europa seguirá pesando sobre el coste y las dificultades de acceso a la financiación externa de la economía española. Como se observa en el Gráfico 19, el repunte de las tensiones financieras desde finales de 2011 se ha saldado con una presión cada vez mayor sobre los pasivos de la economía española frente al resto del mundo (véase el Recuadro 3). Teniendo en cuenta que las entidades financieras bancarias están satisfaciendo sus necesidades de liquidez a partir del BCE, las dificultades de financiación externa a corto plazo se concentran, principalmente, en las no bancarias. Como se observa en el Gráfico 20, la restricción crediticia que podría derivarse de la no renovación de la deuda externa de las empresas financieras no bancarias con vencimientos más próximos podría ejercer presión a la baja sobre la actividad económica.



Gráfico 19

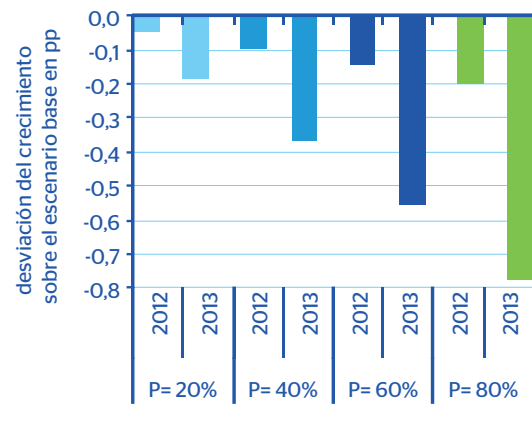
**España:**  
**variación mensual neta de pasivos de la economía  
frente al resto del mundo (millones de euros)**



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 20

**España: respuesta del PIB ante distintos  
escenarios de no renovación de vencimientos**



P: vencimientos de la deuda de las instituciones financieras no bancarias con el exterior que no se refinancian en 2012  
Fuente: BBVA Research

Asimismo, el recrudecimiento de las tensiones financieras ha repercutido en las perspectivas de crecimiento en Europa, que se revisan en -0,1 pp. y -0,3 pp. en 2012 y 2013, respectivamente, hasta el -0,3% y el +0,3%, presionando a la baja la demanda de exportaciones españolas. Adicionalmente, dado el contenido importador de las exportaciones y la repercusión de la desaceleración de los flujos comerciales en el resto de sectores de la economía, la revisión del crecimiento en Europa previsiblemente dará lugar a una corrección significativa de las importaciones que, en consecuencia, provocarían un incremento de la contribución de la demanda externa neta al crecimiento. No obstante, el euro más depreciado de lo anticipado hace tres meses mitigará, al menos en parte, el impacto de las menores perspectivas de crecimiento en Europa.

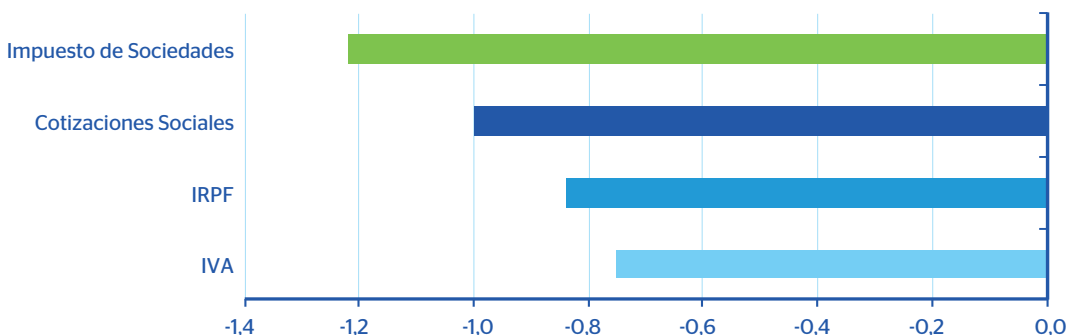
La reducción del precio del petróleo frente a lo que se esperaba hace tres meses igualmente contribuirá a aliviar la presión sobre el sistema productivo español en el corto plazo. No obstante, la naturaleza transitoria de este shock, que en buena parte se deriva de las expectativas de desaceleración de la demanda global, acotará significativamente el potencial impacto sobre el crecimiento de la economía española aunque, en todo caso, sí supondrá una presión a la baja sobre la inflación<sup>11</sup>.

En el plano doméstico, el principal factor que continúa incidiendo negativamente sobre nuestro escenario es la corrección de los desequilibrios macroeconómicos. Así, mientras que el avance de la demanda y de la oferta privadas sigue restringido por el proceso de desapalancamiento y la debilidad de sus fundamentales, el repunte de la prima de riesgo intensificará el impacto del tono más contractivo de la política fiscal, al limitar los mecanismos de transmisión de la política monetaria o la mejora de la confianza. A pesar de lo anterior, conviene volver a destacar que en un entorno de menores tensiones financieras, el nuevo paquete de medidas fiscales debería aportar credibilidad al ajuste y minimizar su impacto negativo sobre el crecimiento. En primer lugar, porque los cambios hacia la imposición indirecta generan menos distorsiones en las decisiones de los agentes económicos y, por ende, en la actividad (véase el Gráfico 21). En segundo lugar, porque la devaluación fiscal -reducción de las cotizaciones a la seguridad social que paga el empresario y subida del IVA- debería contribuir a la mejora del saldo comercial con el exterior.

<sup>11</sup>: Para mayor información sobre las estimaciones del impacto de los cambios del precio del petróleo por tipología de shock puede consultarse el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente a mayo de 2011, disponible en: [http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1105\\_Situacionespana\\_tcm346-256519.pdf?ts=1742012](http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf?ts=1742012).

Gráfico 21

**España: impacto en el PIB ante distintos incrementos impositivos con igual poder recaudatorio (desviación después de dos años respecto al escenario base en pp.)**



Nota: en todos los casos se simula un incremento impositivo permanente que da lugar a un incremento de la recaudación equivalente a un 1% del PIB.

Fuente: BBVA Research

A pesar de lo anterior, existen algunos factores domésticos que, como se detallaba en la anterior edición de esta publicación, podrían dar lugar a una mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía española. En lo que respecta al corto plazo, se espera que, aunque temporalmente, el programa de pago a proveedores continúe teniendo un impacto positivo sobre el gasto de las empresas y, en consecuencia, sobre la actividad, si bien su magnitud dependerá del porcentaje de las obligaciones que ya haya sido previamente descontado por los acreedores, así como de su grado de liquidez<sup>12</sup>. Asimismo, las reformas programadas en el calendario del Gobierno para el segundo semestre del año, junto con la reforma laboral ya aprobada, podrían sentar las bases para una recuperación más robusta en el medio plazo.

Una vez descontados los anteriores factores, 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 -1,4% tanto para 2012 como para 2013 (véase el Cuadro 2). Estas perspectivas económicas seguirán estando caracterizadas por la elevada heterogeneidad en la evolución de las economías regionales (véase el Recuadro 4).

12: Véase el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012, disponible en: [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1205\\_Situacionespana\\_tcm346-326621.pdf?ts=182012](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1205_Situacionespana_tcm346-326621.pdf?ts=182012)

El Servicio de Estudios  
 del Grupo BBVA

Cuadro 2

**España: previsiones macroeconómicas**

(% a/a salvo indicación contraria)	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12 (e)	2011	2012 (p)	2013 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	0,4	-0,8	-0,6	-1,8	-1,8	-2,5	-0,7	-2,7	-3,2
G.C.F Privado	0,4	-0,3	0,5	-1,1	-0,6	-1,9	-0,1	-2,0	-2,8
G.C.F Hogares	0,4	-0,3	0,5	-1,1	-0,6	-1,9	-0,1	-2,0	-2,8
G.C.F AA.PP	0,6	-2,1	-3,6	-3,6	-5,2	-4,4	-2,2	-4,8	-7,9
Formación Bruta de Capital	-4,8	-5,4	-4,2	-6,6	-8,1	-9,5	-5,2	-9,1	-5,5
Formación Bruta de Capital Fijo	-4,9	-5,4	-4,0	-6,2	-8,2	-9,7	-5,1	-9,4	-5,6
Activos Fijos Materiales	-5,3	-5,6	-4,3	-6,5	-8,8	-10,6	-5,4	-10,2	-6,0
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	5,5	1,0	2,2	-2,7	-5,9	-6,9	1,5	-8,9	-4,4
Equipo y Maquinaria	5,7	1,1	2,2	-2,7	-6,0	-7,2	1,6	-9,1	-4,6
Construcción	-9,2	-8,1	-7,0	-8,2	-10,2	-12,1	-8,1	-10,7	-6,7
Vivienda	-5,8	-5,2	-4,1	-4,3	-5,8	-7,2	-4,9	-6,7	-8,3
Otros edificios y Otras Construcciones	-12,4	-10,8	-9,7	-11,9	-14,3	-16,9	-11,2	-14,6	-5,1
Activos Fijos Inmateriales	1,5	-3,1	2,0	-0,3	2,2	4,0	0,0	3,5	-0,4
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,4</b>
Exportaciones	13,1	8,8	9,2	5,2	2,2	2,9	9,1	2,6	7,2
Importaciones	6,0	-1,3	0,9	-5,9	-7,2	-7,3	-0,1	-6,5	-2,1
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>1,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
<b>PIB pm</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>
<b>Pro-memoria</b>									
PIB sin inversión en vivienda	1,5	1,3	1,2	0,6	0,0	-0,5	1,2	-1,0	-1,0
PIB sin construcción	2,9	2,5	2,2	1,7	1,2	0,9	2,3	0,2	-0,7
Empleo total (EPA)	-1,3	-0,9	-2,1	-3,3	-4,0	-4,8	-1,9	-4,5	-3,8
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	21,3	20,9	21,5	22,8	24,4	24,6	21,6	24,9	26,0
Empleo total (e.t.c.)	-1,6	-1,3	-2,0	-3,3	-3,8	-4,5	-2,0	-4,3	-3,6

(\*) Contribuciones al crecimiento

(e): estimación; (p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE

## El empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la economía provocará un deterioro adicional del mercado laboral

El empleo continuará disminuyendo durante la segunda mitad de 2012 y 2013, lo que provocará un repunte de la tasa de paro, que se situará alrededor del 26% a pesar de la caída esperada de la población activa. Si bien la reforma del mercado laboral aprobada en febrero<sup>13</sup> no evitará que la economía siga destruyendo empleo en el corto plazo, sí podría facilitar el necesario reequilibrio<sup>14</sup> entre el ajuste del margen extensivo (ocupados) y el intensivo (horas de trabajo y remuneración), reducir la segmentación e incrementar la productividad.

Adicionalmente, la evolución del mercado de trabajo se verá condicionada por las acciones en materia de empleo aprobadas en el Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad. En primer lugar, la disminución de la prestación contributiva para los nuevos parados -hasta el 50% de la base reguladora a partir del sexto mes de percepción de la misma- elevará el coste de oportunidad de permanecer en situación de desempleo, incrementando la intensidad de búsqueda de trabajo, lo que debería

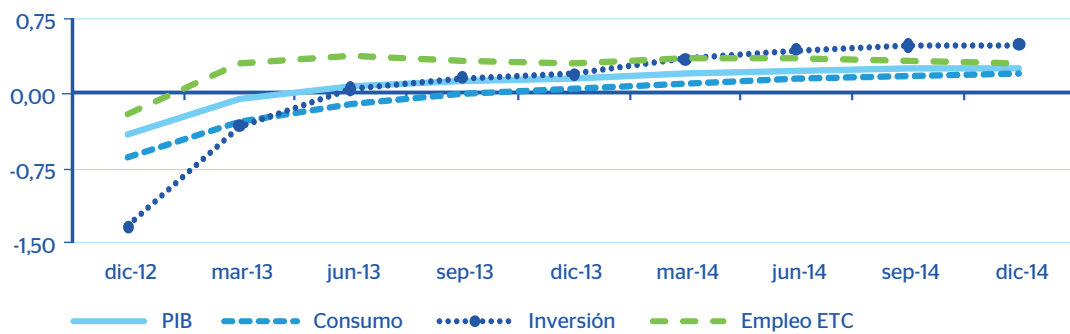
13: En el Recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012 se realizaba una evaluación de la reforma del mercado de trabajo y se sugerían líneas de mejora, algunas de ellas -como, por ejemplo, la reducción del plazo otorgado para la negociación de un nuevo convenio colectivo- posteriormente incorporadas en la Ley 3/2012, de 6 de julio, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral (<http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/07/pdfs/BOE-A-2012-9110.pdf>).

14: Como se mostró en el número de febrero de 2012 de Situación España, 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.

contribuir a reducir el tiempo de permanencia en el paro<sup>15</sup>. En segundo lugar, si bien la elevación en tres años de la edad mínima de percepción del subsidio por desempleo para los mayores de 52 años, la desaparición del subsidio especial para mayores de 45 años y el endurecimiento de los requisitos para poder ser beneficiario del programa de renta activa de inserción podrían provocar una reducción del número de desempleados, sus efectos sobre el bienestar son más cuestionables dadas las mayores dificultades de inserción laboral de los beneficiarios de prestaciones no contributivas. En tercer lugar, la supresión de las bonificaciones a la contratación, mantenimiento de empleo o fomento del autoempleo<sup>16</sup> no tendrán efectos significativos sobre el nivel de ocupación dado que apenas impulsaron la creación de empleo durante su vigencia. Con todo, hubiese sido 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>17</sup>. Por último, se valora favorablemente el anuncio de la reducción de 1pp en 2013 y 2pp en 2014 de las cotizaciones sociales a cargo del empleador a pesar del incremento de la base máxima de cotización en 5pp en 2013 y 2014. La devaluación competitiva provocada por la disminución de la carga prestacional y el aumento del IVA en sep-12 se podría traducir en un crecimiento acumulado del nivel de empleo en torno al 0,3% hasta finales de 2014, como se puede observar en el Gráfico 22<sup>18</sup>.

Gráfico 22

**España: efecto sobre la actividad y el empleo de una disminución de las cotizaciones sociales financiada con un incremento del IVA (desviación del nivel en pp sobre el escenario sin reforma)**



Nota: se ha simulado un aumento del IVA de 3pp a partir del 3T12 y una reducción de las cotizaciones sociales a cargo del empleador de 1pp en 2013 y 2pp en 2014  
Fuente: BBVA Research

## El crecimiento de la demanda externa neta será insuficiente para compensar el deterioro de la demanda doméstica

En primer lugar, las medidas adicionales de consolidación para reconducir la senda de ajuste ante el nuevo escenario económico y la persistencia de las tensiones financieras apunta a una continuidad de la contribución negativa de la demanda doméstica pública al crecimiento. En términos reales de la Contabilidad Nacional de España (CNE), se espera una caída del 4,8% del consumo público y del 14,6% de la inversión en construcción no residencial en 2012. Dicho tono contractivo se prolongaría durante 2013, que según las previsiones que se presentan en esta publicación, se cerraría con un retroceso del consumo público en torno al 7,9% y de la inversión en otras construcciones del 5,1%. En consecuencia, las actuaciones anunciadas elevan significativamente la probabilidad de cumplimiento del nuevo objetivo de déficit público de 2012 (6,3% del PIB). Sin embargo, la consecución del objetivo de 2013 (4,5% del PIB) es más incierta.

15: Como ilustran, Acemoglu y Shimer (2000) y Chetty (2008), un efecto no deseado de la reducción de la prestación por desempleo es la disminución de la calidad de los emparejamientos laborales de los parados que encuentran empleo y, por tanto, de su productividad. Más detalles en: Acemoglu, D. y R. Shimer (2000): "Productivity gains from unemployment insurance," *European Economic Review*, vol. 44(7), 1195-1224; Chetty, R. (2008): "Moral Hazard versus Liquidity and Optimal Unemployment Insurance", *Journal of Political Economy*, vol. 116(2), 173-234.

16: Se mantienen las bonificaciones destinadas a la contratación de personas con discapacidad, de jóvenes que se constituyan como autónomos, de personas que sustituyen a trabajadores en baja por maternidad, de víctimas de violencia de género y de beneficiarios del nuevo contrato de apoyo a emprendedores.

17: Nótese que España destinaba casi la mitad del gasto en Políticas Activas de Empleo (PAE) a incentivar la contratación y el mantenimiento del empleo mientras que la UE15 dedicaba tan solo un cuarto. Por el contrario, los gastos en formación, integración laboral y reciclaje profesional eran 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.

18: En la Sección 4 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2009 se proponía una reducción permanente de 3,5pp del tipo efectivo de las cotizaciones sociales a cargo del empleador a cambio de un aumento de 2pp del tipo efectivo medio de la imposición sobre el consumo. Los resultados de las estimaciones sugerían que esta devaluación fiscal incrementaría un 0,6% el PIB y un 1,4% el empleo equivalente a tiempo completo durante el primer año de la reforma.

Por un lado, no se conocen detalles suficientes de las medidas para los próximos años, lo que dificulta su cuantificación, tanto en términos de recaudación y de gasto, como de su impacto sobre la actividad económica. Por otro, las previsiones para 2013 contenidas en el cuadro macroeconómico presentado por el Gobierno a mediados de julio son más optimistas que las contempladas en esta publicación. De confirmarse el mayor deterioro cíclico, el Gobierno se vería obligado a tomar medidas adicionales a las ya anunciadas para alcanzar la meta de 2013 (incluyendo también a las CC.AA.).

En lo que respecta al consumo privado, el empeoramiento previsto de sus determinantes anticipa una caída del gasto durante todo el horizonte de predicción (en torno al -2,0% en 2012 y al -2,8% en 2013). Así, el deterioro del empleo provocará una nueva disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de los hogares. Adicionalmente, el aumento de la imposición indirecta en septiembre de 2012 tendrá un efecto contractivo relevante sobre el consumo durante el segundo semestre de 2012, como se puede observar en el Gráfico 22<sup>19</sup>. Sin embargo, las repercusiones positivas sobre el empleo de la reducción de las cotizaciones sociales permitirían *ceteris paribus* recobrar durante 2013 el nivel de consumo privado anterior a la entrada en vigor de la reforma del IVA. Por su parte, la riqueza financiera neta no se recuperará hasta comienzos de 2014, mientras que la inmobiliaria continuará retrocediendo 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, amortiguarán la contracción del consumo privado el año próximo.

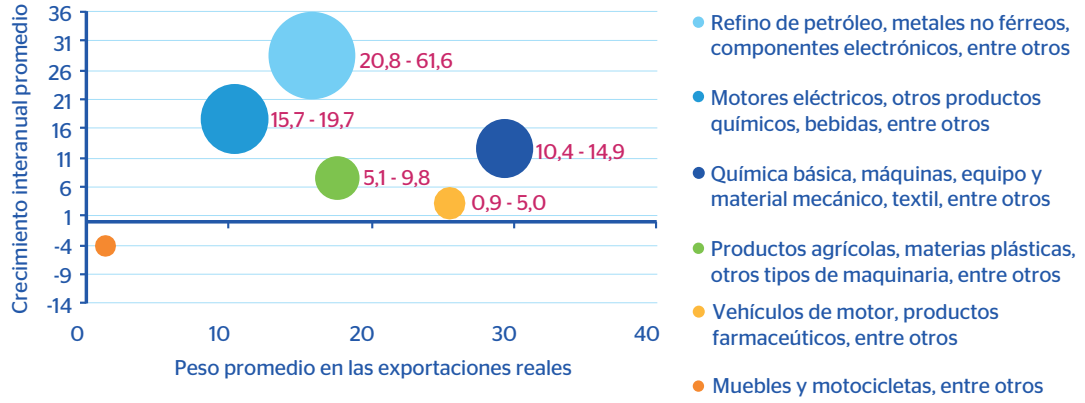
Por su parte, la evolución de la inversión en equipo y maquinaria continuará estando principalmente influenciada por la debilidad de la demanda doméstica y las dificultades de acceso al crédito, a lo que se suman la presión a la baja derivada del deterioro de la economía europea y el incremento de la incertidumbre asociado al repunte de las tensiones financieras. Así, nuestras previsiones apuntan a una contracción de esta partida de la demanda en torno al -9,1% en 2012 y una recuperación en la parte central del 2013 (-4,6% para el conjunto del año) de la mano de una mejora en las perspectivas de crecimiento de las exportaciones españolas. En lo que respecta a la inversión en vivienda también se incorporan cambios relevantes respecto a lo que adelantábamos hace tres meses. En particular, además de estar condicionada por los factores anteriores -mayor deterioro cíclico, dificultades de financiación e incremento de la incertidumbre- y por la continuidad del proceso de ajuste en el sector, el aumento del IVA a partir de septiembre, junto con la eliminación de la deducción por la compra de vivienda habitual a partir de enero de 2013, provocarán un adelantamiento de la demanda del 1S13 al 2S12. En consecuencia, se mantiene la estimación de caída de la inversión residencial para 2012 en el entorno del 6,7% a/a, aunque se revisa a la baja la previsión para 2013 hasta el -8,3%.

Finalmente, las expectativas sobre el comportamiento exportador de la economía en el horizonte 2012-2013 continuarán vinculadas a las previsiones de crecimiento en la UEM. En contrapartida, la mayor depreciación prevista del euro y el posible efecto positivo que la devaluación fiscal ejerza sobre la competitividad-precio de las exportaciones amortiguarían el impacto negativo de una demanda europea más débil. Así, el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios podría cerrar 2012 en el 2,6%, cifra inferior a la esperada hace tres meses, si bien apoyada en el buen comportamiento exportador de un número destacable de productos (véase el Gráfico 23). En 2013, una vez que la economía europea se aleje progresivamente del terreno recesivo y se diluya el efecto base derivado del crecimiento en 2011 y la desaceleración en 2012, las exportaciones españolas volverían a retomar el crecimiento, hasta alcanzar el 7,2%. Por su parte, la debilidad de los componentes de la demanda interna lastrará el comportamiento de las importaciones, que retrasarían su vuelta a terreno expansivo hasta más allá del horizonte 2012-2013. Esta coyuntura augura un bienio caracterizado, de nuevo, por la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento económico y la corrección del saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente.

19: El retraso hasta septiembre del incremento del IVA podría tener un efecto positivo sobre el consumo de los hogares durante el inicio del tercer trimestre. En el [Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2009](#) se mostraba como un aumento del IVA podía elevar transitoriamente hasta seis décimas el gasto en consumo desde su anuncio hasta la entrada en vigor de la medida.

Gráfico 23

**España: ritmo exportador interanual y composición de las exportaciones por productos, volumen 2010-2012 (%)**



Nota: Los números representan el rango de los promedios de crecimiento interanual registrados por los sectores de cada subcategoría en el periodo ene-10 a jun-12

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Economía y Competitividad

## Recuadro 1. El acuerdo de ayuda financiera para reforzar la solvencia del sistema financiero español

El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) ha concedido una línea de crédito de hasta 100 mil millones de euros para reforzar la solvencia del sistema financiero español. Esta ayuda se materializará en un préstamo del FEEF al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), que se transferirá al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) sin estatus prioritario cuando éste esté operativo. El MEDE estará autorizado para recapitalizar directamente a los bancos, siempre que para entonces se haya establecido algún mecanismo de supervisión única europea. Mientras tanto, el responsable de la devolución del crédito es el Gobierno español. Varios son los aspectos positivos a destacar de esta medida:

- **El importe de la ayuda cubre con holgura y tiempo las potenciales necesidades de capital del sistema.** Es muy probable que cuando se den a conocer los ejercicios de resistencia realizados a cada entidad, las necesidades aproximadas máximas del sistema financiero español sean similares a los 62 mil millones de euros que obtuvieron los consultores independientes Oliver Wyman y Roland Berger en su ejercicio de estrés agregado (*top-down*). En cualquier caso, las vulnerabilidades se limitan a una parte pequeña del sistema, como ya constataron dichos evaluadores privados y el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>20</sup>. De hecho, el FMI afirmó que las entidades con problemas de solvencia gestionan sólo un 30% de los activos del sistema.
- **Segana en credibilidad en el proceso de reestructuración y recapitalización con la implicación de las autoridades europeas.**
- **La ayuda necesaria es manejable y limitada.** El uso de estos recursos contabilizará como deuda pública. Sin embargo, la cantidad a añadir al endeudamiento público como resultado de la recapitalización prevista es relativamente baja (6% del PIB) y dada la nueva senda de déficit público autorizada por Bruselas, es de esperar que los pasivos del Gobierno español como porcentaje del PIB se estabilicen en un nivel similar al del promedio de la Unión Económica y Monetaria (UEM) durante los próximos años.
- **Contribuye a romper el círculo vicioso entre el riesgo soberano y el de la banca.** La promesa de una recapitalización directa por parte del MEDE acota los pasivos contingentes de este proceso y de los que pudieran surgir en el futuro de un nuevo episodio de reestructuración del sector bancario, no solamente en España sino en toda la unión monetaria.
- **Se ha eliminado la condición preferente como acreedor del MEDE en el préstamo a España.** Esto es importante en la medida en que evita que se cree una distorsión en el mercado de deuda soberana y castigue la que ya ha sido emitida. La eliminación sirve para incrementar la confianza de los tenedores actuales de deuda pública española.
- **La condicionalidad al sistema financiero establecida en el Memorando de Entendimiento (MdE) distingue entre entidades, centrándose en las que necesitan ayuda.** Respecto a las medidas que afectan a la totalidad del sistema se incluyen medidas de liquidez (*reporting*), solvencia (capital *core* mínimo del 9% según definición de la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y cambios en la normativa de provisiones, teniendo en cuenta los dos Reales Decretos de Ley aprobados en 2012 y recalibrando las provisiones dinámicas), marco institucional (mayores poderes para el Banco de España y clarificación de funciones del FROB-Fondo de Garantía de Depósitos), protección al consumidor (nueva legislación sobre la venta de productos no cubiertos por el Fondo de Garantía de Depósitos a inversores minoristas no cualificados) y cajas de ahorro (cambios en sus órganos de gobierno y sobre el control que ejercen en los bancos a los que transfirieron su actividad).  
Para las entidades que soliciten ayuda, las condiciones son lógicamente más estrictas, y abarcan medidas de *bail-in* y resolución (absorción voluntaria u obligatoria de pérdidas por parte de la deuda *junior*), banco malo único obligatorio (del que se desconocen detalles como su financiación, el precio de transferencia que se fijará en el ejercicio de estrés *bottom-up* o los activos a transferir), salida a bolsa de las cajas (establecimiento de una hoja de ruta), monitorización (la Comisión Europea podrá realizar inspecciones *on-site*) y otras (racionalización de oficinas y personal, prohibición de pago de dividendos, prohibición de pago de cupón de instrumentos híbridos y prohibición de crecimiento no orgánico).
- **Se incluye un calendario explícito para terminar con el problema de recapitalización.** El MdE detalla también las fases futuras del proceso de capitalización según el tipo de entidades. Los plazos se dilatan, pues algunas entidades podrían recibir las ayudas públicas en junio de 2013.
- **La condicionalidad económica adicional es razonable y está en línea con las recomendaciones de BBVA Research.** Se ha pedido un estricto cumplimiento de los objetivos de déficit público para los próximos años en España, tras la flexibilización acordada por el Eurogrupo en virtud del mayor deterioro esperado en los ingresos y gastos y en línea con el cambio de escenario económico. Asimismo, el MdE exige la puesta en marcha de reformas que mejoren la eficiencia de la fiscalidad y las perspectivas de crecimiento a medio plazo (implementación de la reforma laboral, mejora de la competencia en servicios y eliminación de ineficiencias en el sector energético).

20: FMI 2012: *Spain: Financial Stability Assessment*, June 2012. Washington DC.

Por tanto, esta línea de crédito constituye un claro avance en el proyecto de integración de la unión monetaria, en aras de reforzar la estabilidad financiera europea. Hacia delante, una unión bancaria que incluya una regulación única (*single rule book*), una supervisión integrada, un marco de resolución común y un fondo de garantía de depósitos unificado son el corolario lógico a la unión monetaria. En el corto plazo, la voluntad política para ello y una hoja de ruta son claves para restaurar la confianza y restablecer el funcionamiento del mercado interbancario europeo.

En definitiva, el sistema financiero español continúa en un proceso de reestructuración profunda que entra en una fase decisiva, en el marco de una situación de liquidez compleja. Sin embargo, el acuerdo alcanzado aporta una holgada provisión de fondos europeos para abordar el problema de solvencia y establece una hoja de ruta detallada. Asimismo, el proceso tendrá credibilidad al ser

supervisado por las principales autoridades europeas y el FMI. Sin duda alguna, la disponibilidad de fondos europeos para completar el proceso de reestructuración bancaria y la credibilidad que aportan las instituciones europeas al mismo son, en particular, dos enormes ventajas de esta ayuda y, en general, de la pertenencia de España a la UEM, que evita que la economía española tenga que hacer frente a un problema de esta envergadura únicamente con sus propios recursos y medios. Adicionalmente, con el establecimiento del supervisor único y la potencial recapitalización directa por parte del MEDE se habrían logrado acotar los pasivos contingentes para el sector público, y a través de la condicionalidad establecida en el MdE se estarían promoviendo desde Europa las reformas estructurales necesarias para eliminar los cuellos de botella que impiden la generación de ganancias de competitividad y crecimiento en la economía española.



## Recuadro 2. Una evaluación de las últimas medidas aprobadas por el Gobierno

Como consecuencia de los diversos acuerdos alcanzados a nivel europeo, el Gobierno español ha aprobado una serie de medidas en los Consejos de Ministros de los días 13 y 20 de julio que envían un mensaje contundente a favor de la sostenibilidad de las finanzas públicas, al anunciar acciones con un alcance significativo en términos de generación de recursos que suponen sacrificios importantes pero ineludibles.

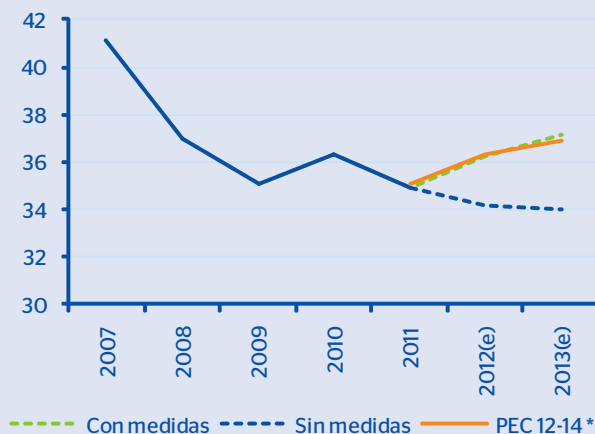
### Una nueva senda de consolidación fiscal más realista y que tiene en cuenta el cambio de escenario económico

Como resultado de los acuerdos alcanzados en el Ecofin del 10 de julio pasado, se aprobó una nueva senda de consolidación fiscal para España que sitúa en el 6,3% del PIB el objetivo de déficit en 2012, el 4,5% en 2013 y el 2,8% en 2014 (frente a metas anteriores del 5,3%, 3,0% y 2,2% del PIB, respectivamente). Dicho cambio se justifica por el nuevo escenario macroeconómico que se prevé para la economía española y la apuesta de los países de la UEM por ajustes estructurales en lugar de nominales. Para ver la importancia de esto último, sobre la base del escenario que se presenta en esta publicación, los Gráficos 24 y 25 muestran cuál habría sido el deterioro de los ingresos y los gastos públicos de no haberse tomado medida alguna en 2012. En particular, se

estima que el empeoramiento esperado del déficit público como resultado de la continuación del período recesivo en España sería de más de 2pp del PIB en 2012 (véase el Gráfico 26). Es decir, sólo por las caídas del PIB y del empleo y el aumento de los tipos de interés, el déficit se incrementaría hasta el 11% del PIB (desde el 8,9% en 2011), por lo que para reducirlo hasta el 6,3% son necesarias medidas que generen recursos en torno a 4,7pp del PIB. Hasta el 10 de julio, el conjunto de las administraciones públicas (AA.PP.) había anunciado medidas por un montante similar a este, con lo que, en principio, la credibilidad del ajuste descansaba en la implementación de dichas medidas (véase el Cuadro 3). Sin embargo, las dudas respecto a la capacidad recaudatoria de ciertas medidas de ingreso (por ejemplo, el programa de lucha contra el fraude y las privatizaciones), los riesgos de implementación de algunas medidas de gasto y la incertidumbre respecto al impacto de la recesión sobre el déficit público, han hecho necesarias nuevas acciones para otorgar credibilidad al cumplimiento del objetivo de fin de año. Para hacerlo, el Gobierno ha anunciado actuaciones en tres ámbitos: (i) esfuerzos adicionales en ingresos y gastos públicos, (ii) mejora del funcionamiento de la administración pública, y (iii) aceleración del calendario de reformas estructurales.

Gráfico 24

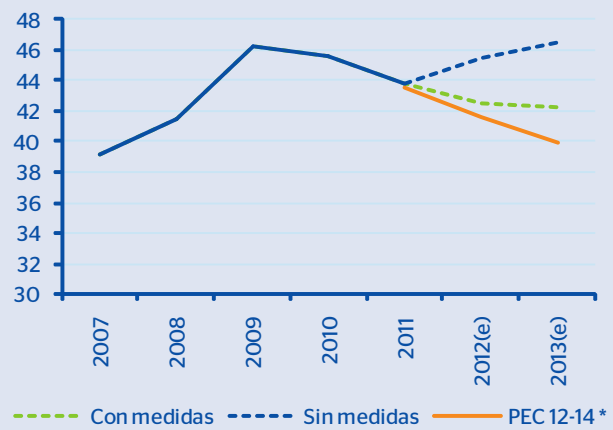
### España: ingresos de las administraciones públicas (% PIB)



\* Pacto de Estabilidad y Crecimiento 2012 - 2014  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

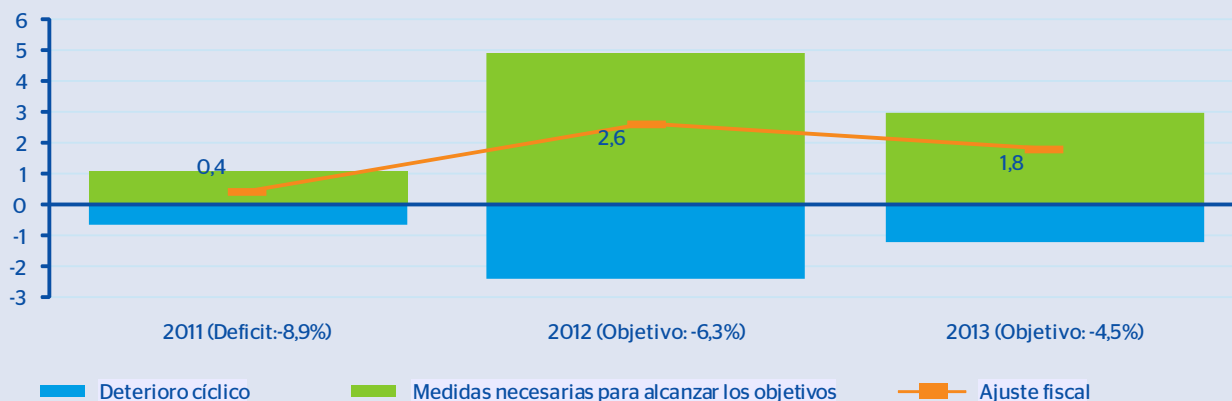
Gráfico 25

### España: gastos de las administraciones públicas (% PIB)



\* Pacto de Estabilidad y Crecimiento 2012 - 2014  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 26

**Ajuste fiscal de las AA.PP. (% PIB)**

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

**Una consolidación fiscal apoyada en una mayor eficiencia de la imposición y del gasto**

Las medidas de ajuste fiscal aprobadas por el Consejo de Ministros el día 13 de julio se centran en la subida de la imposición indirecta -Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), Tabaco y cambios en la tributación medioambiental- y en la reducción del gasto corriente. En particular, el Gobierno anunció que, a partir del mes de septiembre, se incrementará en 3pp el tipo general del IVA hasta el 21% y en 2pp el tipo reducido hasta el 10%<sup>21</sup>. El aumento en la recaudación esperado por el Gobierno a partir de estas medidas es razonable y se sitúa en línea con lo esperado por BBVA Research (10 mil millones de euros en dos años); la recaudación final dependerá del impacto que el deterioro cíclico tenga sobre el consumo durante los próximos meses. La subida del IVA irá acompañada de una reducción de las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social de un punto en 2013 y un punto adicional en 2014, en línea con las medidas sugeridas por BBVA Research<sup>22</sup>, favoreciendo la devaluación competitiva de la economía española. Como se explica en la Sección 3 de esta publicación, la reducción de la carga prestacional podría compensar parcialmente el efecto negativo en el PIB del incremento del IVA.

Otra medida que mejora la eficiencia del sistema impositivo es la eliminación de la deducción por compra de vivienda a partir de 2013, que podría suponer un ahorro anual de hasta 285 millones de euros. Conviene recordar que, de manera transitoria, la compra de vivienda nueva tributa actualmente al tipo súper reducido del IVA (4%), por lo que el cambio fiscal supondría un incremento de seis puntos del tipo impositivo a partir del 1 de enero (en torno a 900 millones adicionales de recaudación anual). Este cambio representa un paso más hacia la eliminación de algunos de

los incentivos que estuvieron detrás de la acumulación de desequilibrios en el sector de la construcción residencial.

Asimismo, el Gobierno anunció medidas adicionales de recorte del gasto para 2012 por un importe de unos 4.500 millones de euros concentradas, principalmente, en un nuevo ajuste del gasto de los Ministerios de 600 millones de euros, y en la eliminación de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos, altos cargos, senadores y diputados. La principal salvedad aquí es que la medida no es de carácter permanente ya que sólo aplica al 2012 y a que el Gobierno ha prometido una compensación de las pérdidas a partir de 2015 si la situación lo permite. Por lo tanto, el necesario ajuste de la masa salarial pública sólo se ha retrasado y se corre el riesgo de que se realice a través de una corrección en las cantidades más que en los precios, lo que va en contra de uno de los objetivos de la reforma laboral impulsada por el Gobierno.

Adicionalmente, se han comunicado medidas como una racionalización del gasto del sistema de dependencia, la eliminación de una gran parte de las bonificaciones a la contratación (excepto las relativas al nuevo contrato de apoyo a emprendedores o las de inserción laboral de personas discapacitadas). Se ha revisado, también, la cuantía de las prestaciones por desempleo, sólo para los nuevos receptores, a partir del sexto mes -que pasa de un 60% a un 50% de la base reguladora-, por lo que sólo tendrá efecto a partir de 2013. Finalmente, de acuerdo a las recomendaciones de la Comisión Europea, se llevará al Pacto de Toledo un Proyecto de Ley para acelerar la aplicación del factor de sostenibilidad y la modificación de la jubilación anticipada, en línea con las recomendaciones de BBVA Research<sup>23</sup>.

21: Adicionalmente se han ampliado ligeramente las bases impositivas del tipo general en detrimento de las del tipo reducido.

22: Véase Situación España, Marzo de 2009, disponible en: [http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/0903\\_situacionespana\\_tcm346-189472.pdf?ts=3172012](http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/0903_situacionespana_tcm346-189472.pdf?ts=3172012)23: Véase Situación España, Febrero de 2011, disponible en: [http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/1102\\_Situacionespana\\_tcm346-246265.pdf?ts=3172012](http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/1102_Situacionespana_tcm346-246265.pdf?ts=3172012)

Por otro lado, con el objetivo de mejorar el funcionamiento de las administraciones públicas y garantizar su sostenibilidad, se va a abordar una reducción del gasto de las haciendas locales a través de una reducción del número concejales, la homogeneización en la retribución de alcaldes y concejales y el fortalecimiento de las diputaciones, que prestarán apoyo en la prestación de servicios públicos a fin de eliminar el problema de las competencias impropias. Según el Gobierno, estos cambios pueden suponer un ahorro de 3.500 millones de euros.

**No se ha relajado el objetivo de déficit fiscal de las CC.AA. en 2012 y los riesgos continúan centrados en la implementación de las políticas de ajuste, sobre todo en 2013**

A pesar de la mayor flexibilidad otorgada para el total de las AA.PP. por Bruselas, el objetivo de déficit no ha sido relajado para las CC.AA. Esto se explica porque la mayor parte de los ingresos y gastos de las regiones no tienen un carácter cíclico. Si el criterio de la Comisión Europea era relajar el cumplimiento de la meta fiscal por el mayor deterioro de la economía, es normal que el margen adicional beneficie a la seguridad social o al Estado. Hacia 2013, el deterioro esperado en la actividad económica hará que, en el mejor de los casos, los ingresos de las CC.AA. se mantengan y en el más probable, se reduzcan, lo que unido a un objetivo de déficit más ambicioso (-0,7% del PIB, frente a un -1,5% en 2012), obligará a reducciones adicionales del gasto. Por lo tanto, el riesgo de implementación continuará siendo elevado y el Gobierno deberá utilizar todos los instrumentos a su alcance para recuperar la credibilidad sobre el control de las CC.AA.

Por otra parte, es positiva la señal que se ha dado al amonestar a ocho CC.AA. sobre la evolución de sus finanzas, ya que demuestra que los mecanismos establecidos en la Ley de Estabilidad Presupuestaria se han puesto en marcha. A este respecto, el Gobierno ha anunciado también la creación de un fondo para proporcionar liquidez a las CC.AA.<sup>24</sup> que tiene carácter voluntario, pero que está sujeto a condicionalidad, aunque no está claro cómo se diferenciará ésta de la que ya se ha establecido en otros programas (plan de pago a proveedores) o cómo se relaciona con lo que ya exige en la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

En resumen, las medidas anunciadas para cumplir con el objetivo de déficit a 2012 parecen suficientes. Lo mismo se puede decir de las que se han previsto para 2013 aunque aquí su implementación está sujeta a riesgos. En primer lugar, las previsiones de BBVA Research apuntan a una caída de la actividad mayor que la que estima el Gobierno en 2013 (-1,4%, frente a -0,5%). Por lo tanto, de darse el escenario previsto por BBVA Research existe el riesgo de que no se cumpla con el objetivo en ausencia de medidas adicionales. Lo anterior no sería problemático en la medida en que la Comisión Europea ha mostrado ya que existe flexibilidad para modificar las metas en caso de un cambio de escenario. El segundo riesgo es el de implementación por parte de las CC.AA. En el detalle dado a conocer en el plan plurianual 2012-2014, se explicitan 10 mil millones de medidas en 2013 que dependen de políticas difíciles de medir. Un ejemplo es la reforma de la administración pública, con la que se espera generar un ahorro de 3.500 millones de euros. Por lo tanto, sería deseable que el Estado y las CC.AA. detallaran lo más pronto posible exactamente cómo piensan generar dicho ahorro.

Cuadro 3  
**España: medidas fiscales aprobadas hasta junio de 2012**

Medidas ya tomadas	mM€	% PIB
Administración Central: Presupuesto 2012	25,7	2,4
Gobiernos locales: tasas inmobiliarias	0,9	0,1
Seguridad Social: reducción de evasión fiscal	1,9	0,2
Gobiernos locales: competencias duplicadas	0,1	0,0
Comunidades Autónomas: reestructuración programas 2012-2014	18,3	1,7
Gobiernos locales: reestructuración de programas	3,1	0,3
Administración Central: recorte de gastos	0,3	0,0
<b>Total Medidas</b>	<b>50,3</b>	<b>4,7</b>
<b>PIB nominal</b>	<b>1.074,7</b>	

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Cuadro 4  
**España: medidas fiscales aprobadas (incluidas las de julio - agosto de 2012)**

	2012		2013	
	mM€	% PIB	mM€	% PIB
<b>Medidas aprobadas anteriormente</b>	<b>49,4</b>	<b>4,6</b>	<b>10,4</b>	<b>1,0</b>
Ingresos inciertos	6,1	0,6		
<b>Nuevas medidas de julio - agosto</b>	<b>13,0</b>	<b>1,2</b>	<b>16,4</b>	<b>1,5</b>
Incremento del IVA	2,3	0,2	7,8	0,7
Reducción de las contribuciones a la SS			-1,0	-0,1
Incremento del Impuesto de Sociedades	2,6	0,2		
Aumento IRPF			1,9	0,2
Reducción del gasto en salarios públicos	4,0	0,4		
Otras medidas de ingresos	1,9	0,2	3,4	0,3
Otros recortes de gastos	2,2	0,2	4,3	0,4

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

24: Véase Recuadro 4.

**Se anuncia un calendario de reformas estructurales para el segundo semestre de 2012 que debería sentar las bases de una hoja de ruta de medio plazo de la economía española**

El Gobierno ha anunciado la intención de legislar en ámbitos como el sistema de pensiones, la unidad de mercado, la liberalización del sector servicios, la privatización de los servicios asociados al transporte, el sector energético o la educación, que claramente suponen cuellos de botella para la mejora de la competitividad de la economía española. De hecho, se ha empezado ya con una serie de reformas para liberalizar el comercio interior y que van en la buena

dirección aunque ciertamente podrían haber sido más ambiciosas, por ejemplo, sin necesidad de limitar la libertad de horarios por el tamaño del establecimiento o su ubicación en una zona de afluencia turística. De consolidarse esta agenda reformadora durante el 2S12, se estarían sentando las bases para mejorar la percepción sobre la capacidad de crecimiento de la economía española y la sostenibilidad de sus finanzas públicas a medio y largo plazo. Aunque el riesgo de ejecución se mantiene hacia delante, el Gobierno español está dando los pasos necesarios para recuperar la confianza de las instituciones europeas.

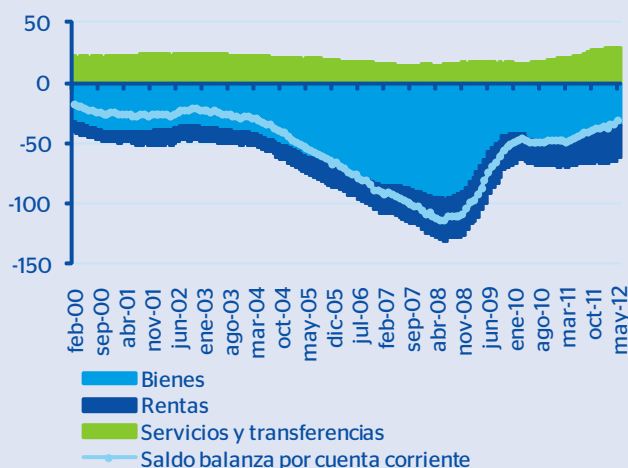
### Recuadro 3. Cuenta corriente, deuda externa y movimientos de capital: un episodio histórico para la economía española

Durante la expansión previa a la actual crisis, la economía española protagonizó un episodio de acumulación de desequilibrios macroeconómicos frente al exterior sin precedentes. La estabilidad macroeconómica atribuida al establecimiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM), cuando el riesgo cambiario desapareció, se tradujo en España en un fuerte incremento del gasto interno cuya consecuencia se aprecia en el marcado empeoramiento del saldo de la balanza por cuenta corriente (véase el Gráfico 27). Desde la óptica de los flujos de ahorro e inversión por agente, el deterioro del saldo deficitario por cuenta corriente fue consecuencia de la aparición de elevadas necesidades de financiación por parte de los hogares y, en especial, de las empresas, cuyo comportamiento vino condicionado por la facilidad de acceso al crédito a tipos de interés más bajos que los observados en el período anterior a la adopción del euro (véase el Gráfico 28). Sólo en 2007, con el objeto de financiar su actividad real, la economía española necesitó captar en los mercados internacionales un 10% de su PIB, sin contar la financiación exterior necesaria para refinanciar, por ejemplo, deuda pública y privada previamente emitida. La crisis financiera global y el ajuste de los desequilibrios en el sector inmobiliario supusieron una "reversión" de la cuenta

corriente, sobre todo en 2009, cuando en tan sólo un año el déficit se redujo a la mitad recordando las correcciones experimentadas por Portugal, Irlanda o Singapur a principios de los años 80 (Freund, 2005). Igualmente, en el cuatrienio 2007-2010, el cambio en la composición de las necesidades de financiación por agente de la economía española fue notable: hogares y empresas presentaron capacidad de financiación a la vez que las necesidades de financiación provinieron en exclusiva del sector público. A partir de entonces, el ajuste del saldo exterior se produce de forma continuada y las previsiones apuntan a una entrada en superávit a partir de 2013, una vez que el sector público avance en la reducción de sus necesidades de financiación. Para la economía española, la clave reside en generar superávits estructurales de la balanza por cuenta corriente, esto es, superávits fundamentados en una actividad exportadora dinámica y estable, extensible a buena parte del tejido productivo doméstico en línea con la orientación exportadora de las grandes empresas. Sólo de esta forma se pondría límite al endeudamiento exterior y la economía en su conjunto procedería a desapalancarse de forma ordenada en el medio plazo.

Gráfico 27

España: balanza por cuenta corriente y sub-balanzas (miles de millones de euros, acumulado a 12 meses)



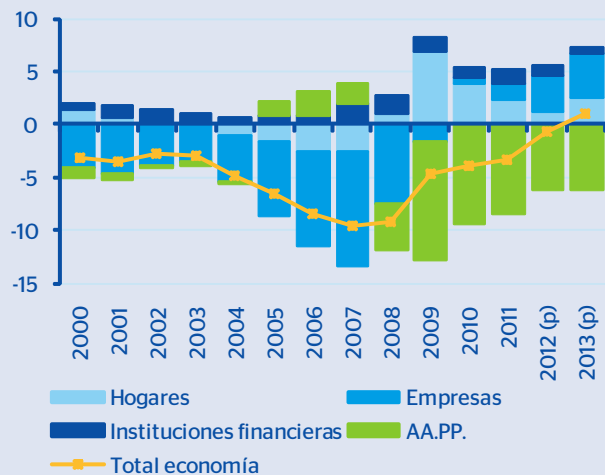
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

#### Hechos estilizados recientes de la deuda externa

El endeudamiento exterior bruto acumulado en el último decenio asciende al 166% del PIB o, en términos monetarios, a 1,780 miles de millones de euros (véase el Gráfico 29). En términos netos, esto es, descontando los activos en el extranjero propiedad de residentes en España, el endeudamiento exterior se reduce al 91% del PIB tal y como se desprende de los datos de Posición de

Gráfico 28

España: capacidad (+)/necesidad(-) de financiación (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

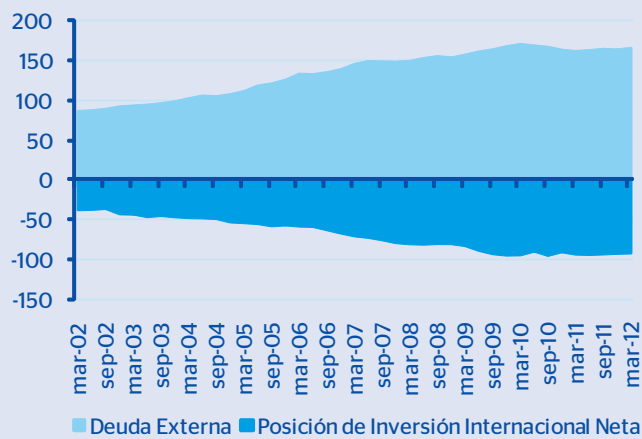
Inversión Internacional Neta (PIIN) publicados por el Banco de España. Sin embargo, la literatura económica reciente advierte sobre el peligro de centrar el análisis en los datos de endeudamiento exterior neto. En particular, cuando la economía se encuentra fuertemente apalancada de forma agregada, los movimientos de capital frente al exterior son elevados y el entorno doméstico e internacional es inestable, la restructuración de pasivos se torna más

probable (véase Forbes y Warnock (2011), Alberola *et al.* (2012), Santos (2012), entre otros). Además del notable incremento de la deuda externa durante los últimos diez años, el Gráfico 30 muestra la ausencia de un avance en el

proceso de desapalancamiento agregado de la economía española frente al resto del mundo, proceso que ha de completarse y que puede lastrar el crecimiento económico en los años venideros.

Gráfico 29

**España: posición de inversión internacional neta y deuda externa, 1T02-1T12 (% del PIB)**

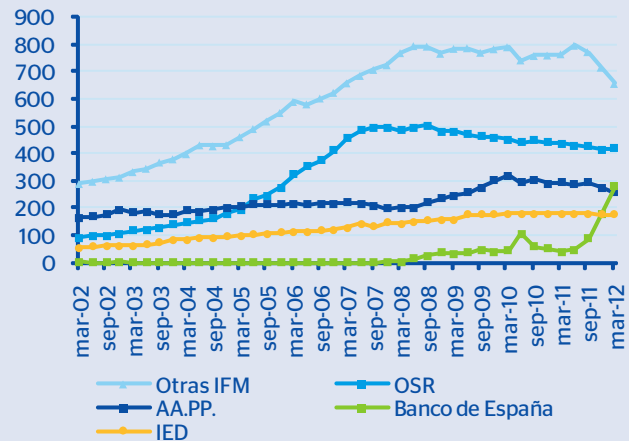


Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

La época de bonanza económica se tradujo en un fuerte incremento del endeudamiento exterior de Otras Instituciones Financieras y Monetarias (OIFM), esto es instituciones financieras y monetarias excluido el Banco de España, y de Otros Sectores Residentes (OSR), sobre todo empresas dado que el endeudamiento de los hogares frente al resto del mundo opera a través de los balances bancarios (véase el Gráfico 30). El deterioro económico de mediados de 2008 pone freno a la acumulación de pasivos del sector privado y, a medida que los estabilizadores automáticos responden a la fuerte destrucción de empleo, se abre la ventana a la acumulación de pasivos por parte del sector público: entre 3T08 y 3T10 la deuda externa de las administraciones públicas se elevó del 20 al 29% del PIB cuando los agentes no residentes todavía tenían apetito por adquirir títulos emitidos en España. A su vez, la senda de deuda externa de los OSR se embarca en un proceso de desapalancamiento moderado que continúa hasta el primer trimestre de 2012. Por su parte, la disminución reciente de la deuda externa de las OIFM no es sino reflejo del aumento del endeudamiento acumulado por el Banco de España. En concreto, la persistente inestabilidad financiera en Europa ha propiciado un cambio dramático en la composición de las fuentes de financiación de la economía española, especialmente acuciante desde la segunda mitad de 2011.

Gráfico 30

**España: deuda externa (miles de millones de euros)**



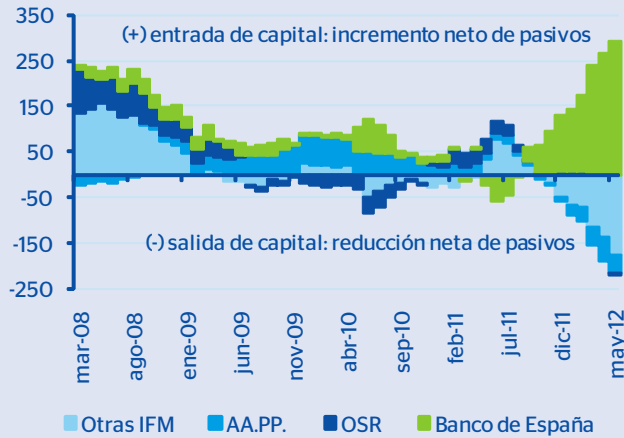
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

**Los movimientos de capital y la dependencia del Eurosistema**

Hasta mayo de 2010, momento en el que la posibilidad de contagio de la crisis griega sacude a los mercados internacionales, la economía española recibía flujos mensuales de capital procedentes del sector privado y AA.PP. extranjeras destinados a cubrir la refinanciación de la deuda externa, sus intereses y la emisión de nuevos pasivos derivados, fundamentalmente, del saldo deficitario por cuenta corriente (véase el Gráfico 31). De forma progresiva y, acentuándose en la segunda mitad de 2011, la economía sufre un episodio de parón súbito (o *sudden stop*): los inversores extranjeros reducen sus posiciones en instrumentos financieros emitidos por las OIFM y AA.PP. dando paso al Eurosistema como principal actor de contrapartida en los intercambios financieros con el exterior. Desde junio de 2011, la economía española acumula una disminución neta de pasivos frente al resto del mundo (excluido el Banco de España) cercana a los 216 miles de millones de euros. A su vez, los pasivos netos frente al Eurosistema, canalizados en forma de otras inversiones en el Banco de España, se incrementaron en torno a 292 miles de millones de euros (véanse los Gráficos 32 y 33). La consecuencia de esta dinámica perversa es la "renacionalización" del riesgo español dado que la deuda pública, corporativa y bancaria, previamente en manos de agentes extranjeros, está siendo comprada por los sectores institucionales residentes, en concreto entidades financieras que, para ello, toman prestado del BCE con la intermediación del Banco de España.

Gráfico 31

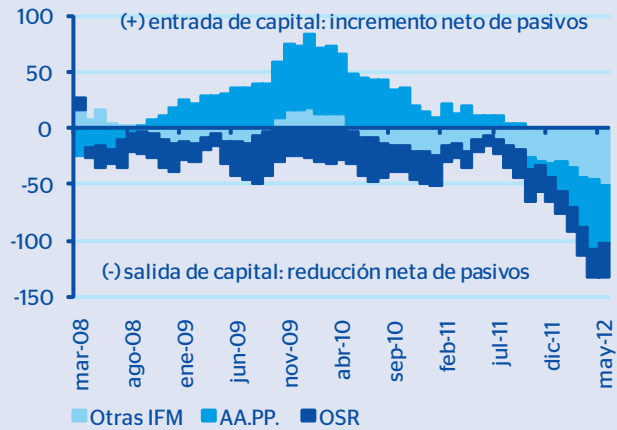
**Inversiones del exterior en España: variación de pasivos netos frente al exterior por sector institucional emisor (acumulado a 12 meses, miles de millones de euros)**



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Gráfico 32

**Inversiones del exterior en cartera por sector institucional emisor (acumulado a 12 meses, miles de millones de euros)**



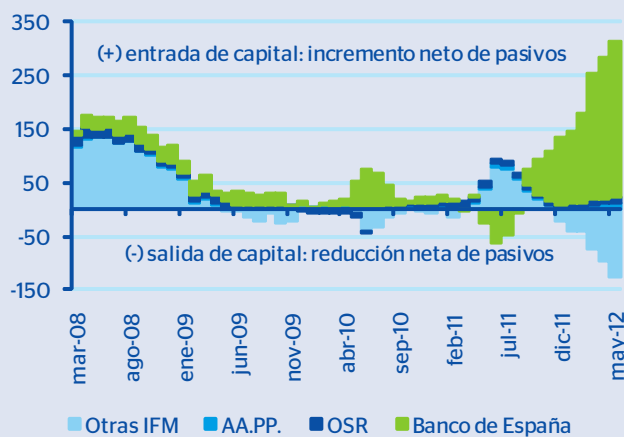
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

El análisis de los flujos de capital se completa con el comportamiento de los agentes domésticos en relación con sus inversiones en activos extranjeros. En un contexto de inestabilidad financiera como la actual, entender los movimientos registrados en esta partida de la Balanza de Pagos es crucial pues sirve de termómetro de la confianza que los agentes residentes tienen sobre la economía. Desde el recrudecimiento de las tensiones en Europa, el incremento neto de activos frente al exterior ha sido protagonizado,

casi en exclusiva, por las OIFM, posiblemente buscando rentabilidad y diversificación a la inyección masiva de liquidez provista por el BCE mediante las subastas a tres años de diciembre y febrero. No obstante, para el conjunto de todos los agentes domésticos, la salida neta de capital acumulada desde junio de 2011 asciende a 40 mil millones de euros, cifra moderada y aún lejos de los valores asociados a un posible episodio de vuelo de capital (o *capital flight*) (véase el Gráfico 34).

Gráfico 33

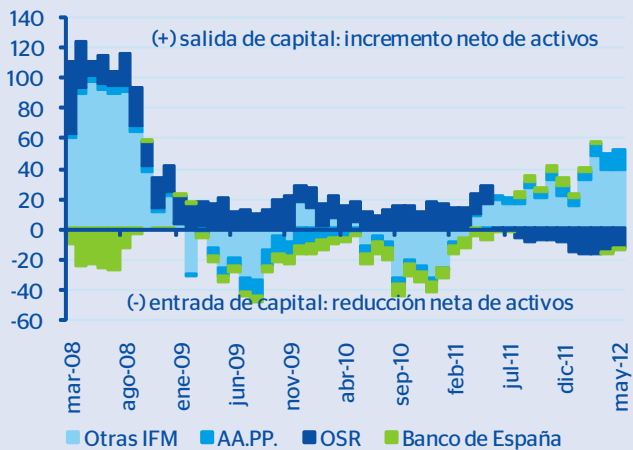
**Otras inversiones del exterior en España por sector institucional emisor (acumulado a 12 meses, miles de millones de euros)**



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Gráfico 34

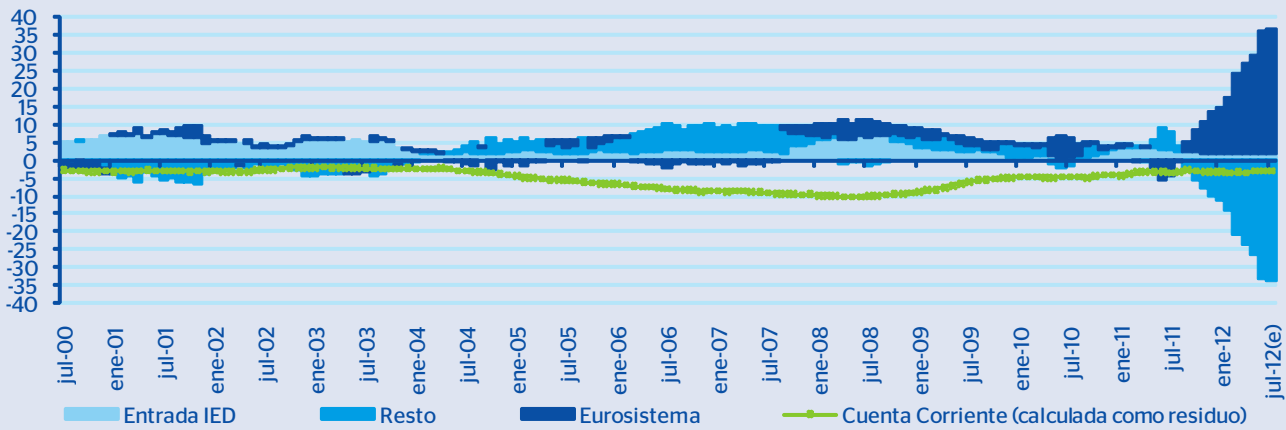
**Inversiones de España en el exterior: variación de activos netos frente al exterior por sector institucional emisor (acumulado a 12 meses, miles de millones de euros)**



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Gráfico 35

España: saldo por cuenta corriente y movimientos netos de capital (en porcentaje del PIB)



(e): estimación

Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

En síntesis, la dependencia que la economía española tiene de los flujos provenientes del Eurosistema es preocupante. La dificultad de acceso a la financiación internacional a través de los canales habituales y la ausencia de desapalancamiento de la economía frente al exterior sólo puede traducirse en una creciente dependencia de la liquidez provista por el BCE (véase el Gráfico 35). En esta coyuntura, es crucial avanzar en una solución rápida y definitiva de los principales problemas que han generado la desconfianza de los inversores extranjeros, garantizando la sostenibilidad de la deuda española a través de un plan de medio y largo plazo que asegure la reducción del déficit público y promueva el crecimiento de la economía.

Referencias

Alberola, E., Erce, A. y Serena J.M. (2012), "International Reserves and Gross Capital Flows Dynamics during Financial Stress", Documento de Trabajo Banco de España No. 1211.

Forbes, K.J. y Warnock, F.E. "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment", NBER Working Paper No. 17351.

Freund, C. (2005), "Current Account Adjustment in Industrial Countries", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 24, pp. 1278-1298.

Santos, T. (2012), "El parón súbito y la renacionalización del riesgo español" en FEDEA blog (<http://www.fedeablogs.net/economia/?p=22847>).



#### Recuadro 4. Diversidad de comportamientos regionales, condicionados por el ajuste fiscal y el sector exterior

El deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía española en los últimos tres meses se reproduce también a nivel regional. En particular, el recrudescimiento de las tensiones financieras se nota con dureza en las comunidades autónomas, que no logran realizar emisiones de deuda en los mercados mayoristas desde el cuarto trimestre de 2011. Así, el empeoramiento de la perspectiva para 2012 en el conjunto de España (del -1,3% al -1,4%) se refleja, en particular, en aquellas comunidades más sometidas a los factores de presión sobre la economía española: la debilidad de la demanda interna y las dificultades de financiación. Como se observa en el Cuadro 5, el ajuste en 2013 es general, afectando en mayor medida a las comunidades con una mayor necesidad de consolidación fiscal y menos oportunidades de aprovechar el crecimiento exterior.

La relajación de los objetivos de déficit acordada con Europa se concentra en las figuras tributarias del Estado y la Seguridad Social, ya que son éstas las que sufren el impacto del ciclo económico a través de un aumento del gasto en prestaciones por desempleo y una disminución de los ingresos tributarios. Pero en el caso de las CC.AA., dado que el desajuste es estructural, no hay cambios en 2012 y sí un ligero endurecimiento para 2013: los nuevos objetivos son alcanzar un déficit de 1,5 puntos del PIB regional en 2012 y del 0,7% en 2013. Además, aunque durante el año anterior las autonomías debían reducir su déficit en medio punto, desde el 2,9% hasta el 2,4% del PIB, los últimos datos muestran que éste se incrementó hasta el 3,3% del PIB. Con ello, el necesario proceso de consolidación fiscal se pospuso, desaprovechando la oportunidad que ofrecía el crecimiento positivo de 2011.

La situación es muy distinta dependiendo de la comunidad analizada. Así, algunas comunidades como Cataluña o la Comunidad Valenciana exhiben niveles de deuda superiores al 20% del PIB, mientras que otras como Madrid, Galicia o el País Vasco se sitúan más cerca del 10%. En cuanto al déficit, las diferencias también son significativas: Castilla-La Mancha debe reducir el déficit en 6,6 puntos porcentuales durante estos dos años, Extremadura, Murcia o la Comunidad Valenciana, en torno a cuatro puntos, mientras que Galicia solamente deberá corregirlo en un punto. Por tanto, el impacto en la demanda interna será distinto entre regiones (véase el Gráfico 36).

Si bien la incertidumbre sobre el cumplimiento de los objetivos de reducción del déficit se mantiene (y de ahí parte de las dificultades para obtener financiación en los mercados), las condiciones que fuerzan su cumplimiento han cambiado, dotándolos de mayor credibilidad a dos años vista. Efectivamente, la puesta en marcha del Fondo de Liquidez Autonómica y la petición de acceso al mismo por parte de las que se encuentran en peor posición supone activar nuevos mecanismos de control que facilitan garantizar la consecución, o cuando menos el avance,

hacia el objetivo. A partir de ahora, aquellas comunidades que accedan a este Fondo deberán presentar un plan de acción que permita garantizar el cumplimiento de las metas fiscales, con elevados grados de monitorización en plazos de tiempo muy cortos. La devolución de los pagos, además, está garantizada con los ingresos futuros provenientes de la participación en los ingresos del Estado (PIE), por lo que las posibilidades de consecución del objetivo se incrementan. Por ahora, la Comunidad Valenciana, Cataluña y Murcia han planteado ya la necesidad de acudir al Fondo, aunque no es descartable que otras regiones también puedan solicitarlo si las dificultades de financiación se mantienen durante algunos meses más. El funcionamiento de este mecanismo, además, es crucial para las comunidades que lo están demandando, como prueban las dificultades de liquidez que están experimentando, a lo largo del verano, algunas de estas comunidades.

Además de la consolidación fiscal y sus repercusiones sobre la demanda interna, la evolución de la demanda externa condicionará las perspectivas de crecimiento regional durante el próximo bienio. La contribución del sector exterior continuará siendo positiva en 2012 y en 2013, pero el escenario de práctico estancamiento de Europa en 2012 y ligero crecimiento el próximo año hace que las contribuciones sean, indudablemente, menores de lo que lo fueron en 2011, cuando se observó un incremento significativo de las exportaciones. Además, la temporada turística también se vio beneficiada por la fuerte entrada de extranjeros, consecuencia del cierre de mercados competidores por la "primavera árabe". Con todo, los datos observados hasta la fecha muestran que, aunque con menor dinamismo, tanto las exportaciones de bienes como el turismo exterior continúan creciendo en línea con nuestro escenario y, por tanto, la contribución del sector exterior a los crecimientos regionales volverá a ser positiva.

Aquellas comunidades autónomas con un grado de apertura externa elevada se verán más beneficiadas. Por el lado de los servicios (principalmente, turismo), ello beneficia especialmente a Baleares, Canarias y Cataluña, mientras que por el lado de los bienes, la aportación puede ser especialmente ventajosa para el País Vasco, Navarra o Cataluña. La diversidad geográfica de sus exportaciones, además, ayuda a que obtengan rendimientos no solamente del crecimiento de Europa, sino también de otras áreas, como las emergentes, donde la demanda será sustancialmente más dinámica. Galicia y Castilla y León, con grados de apertura relevantes, pero también con fuerte especialización de sus exportaciones, podrían verse coyunturalmente beneficiadas por la aplicación de un nuevo "Plan Renove" de automóviles en Francia. En el otro extremo, comunidades con un bajo acceso a los mercados exteriores, como Extremadura, obtendrán poco rendimiento por esta vía, lo que supondrá un diferencial negativo adicional de crecimiento (véase el Gráfico 37).

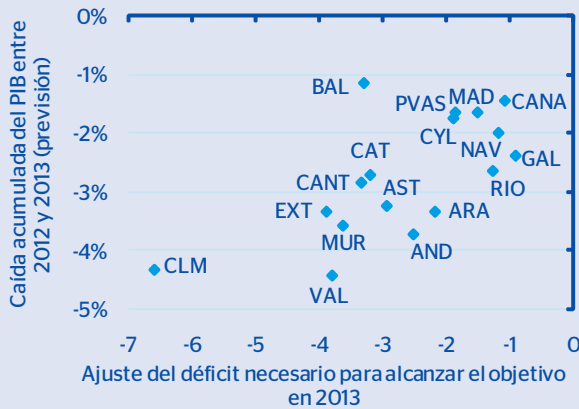
El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

Estos factores se añaden a los ya planteados en ediciones previas de esta publicación: la necesidad de reducir el nivel de apalancamiento privado y la tasa de desempleo continuarán condicionando negativamente la respuesta del consumo privado, frenando la demanda interna de un modo adicional a lo que pueda suponer el impacto

proveniente del sector público. En definitiva, la dispersión de la evolución del PIB regional se mantendrá elevada debido a las diferencias tanto en la magnitud como en la velocidad de corrección de los desequilibrios -privados y públicos- acumulados.

Gráfico 36

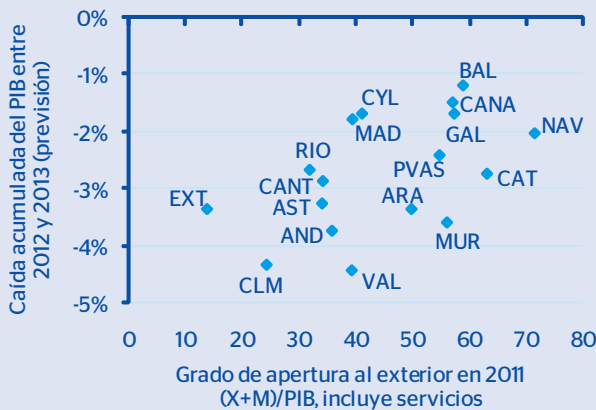
**Necesidad de ajuste del déficit y crecimiento esperado del PIB por CCAA**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y MINHAP

Gráfico 37

**Grado de apertura al exterior y crecimiento esperado del PIB por CCAA**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y MINECO

Cuadro 5

**Crecimiento del PIB**

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

Fuente: INE y BBVA Research

## 4. Cuadros

Cuadro 6

**Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto**

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

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

\*\* Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés a 10 años (Promedio)**

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	1,8	2,5
<b>UEM</b>	3,3	2,8	2,6	1,6	2,5

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

**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	0,79	0,77
<b>UEM</b>	1,39	1,33	1,39	1,27	1,30
<b>Reino Unido</b>	1,56	1,55	1,60	1,58	1,66
<b>China</b>	6,83	6,77	6,46	6,31	6,18

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

**Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final 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	0,75	0,75
China	5,31	5,81	6,56	5,75	6,00

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

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

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>PIB real</b>	-4,4	1,9	1,5	-0,3	0,3
Consumo privado	-1,1	0,9	0,2	-0,6	0,0
Consumo público	2,6	0,7	-0,3	-0,4	-0,5
Formación Bruta de Capital Fijo	-12,4	-0,2	1,6	-2,9	-0,1
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-18,8	7,0	4,5	-4,3	-0,1
Equipo y Maquinaria	-16,6	5,7	4,2	-4,4	-0,4
Construcción	-9,4	-4,6	-0,3	-3,2	-0,8
Vivienda	-12,1	-3,0	0,8	-2,0	1,1
Otros edificios y Otras Construcciones	-6,6	-6,2	-1,4	-4,5	-2,8
V. existencias (contribución al crecimiento)	-0,9	0,6	0,2	-0,5	0,1
<b>Demanda interna (contribución al crecimiento)</b>	<b>-3,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>
Exportaciones	-12,7	11,0	6,3	2,2	3,4
Importaciones	-11,4	9,4	4,1	-0,4	2,8
<b>Demanda externa (contribución al crecimiento)</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>
<b>Pro-memoria</b>					
PIB sin inversión en vivienda	-3,9	2,2	1,6	-0,3	0,3
PIB sin construcción	-3,7	2,7	1,7	0,0	0,5
Empleo total (EPA)	-1,8	-0,5	0,3	-0,7	-0,2
Tasa de Paro (% Pobl. Activa)	9,6	10,1	10,2	11,2	11,5
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,1	-0,1	0,0	0,9	1,3
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-6,4	-6,2	-4,1	-3,1	-2,5
IPC (media período)	0,3	1,6	2,7	2,3	1,4

Fecha cierre de previsiones: 3 de agosto de 2012

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 11

**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	-1,4	-1,4
Consumo privado	-4,3	0,8	-0,1	-2,0	-2,8
Consumo público	3,8	0,2	-2,2	-4,8	-7,9
Formación Bruta de Capital	-16,4	-6,0	-5,2	-9,1	-5,5
Equipo y Maquinaria	-22,6	5,5	1,6	-9,1	-4,6
Construcción	-15,4	-10,1	-8,1	-10,7	-6,7
Vivienda	-22,0	-9,8	-4,9	-6,7	-8,3
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-6,5	-1,0	-1,8	-4,2	-4,4
Exportaciones	-10,2	13,5	9,1	2,6	7,2
Importaciones	-16,9	8,9	-0,1	-6,5	-2,1
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,8	0,9	2,5	2,8	3,0
PIB nominal	-3,7	0,3	2,1	-0,5	0,0
(Miles de millones de euros)	1047,8	1051,3	1073,4	1067,9	1067,4
PIB sin inversión en vivienda	-1,5	0,8	1,2	-1,0	-1,0
PIB sin construcción	-0,8	2,0	2,3	0,2	-0,7
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	-6,8	-2,3	-1,9	-4,5	-3,8
Tasa de paro (% población activa)	18,0	20,1	21,6	24,9	26,0
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-6,4	-2,6	-2,0	-4,3	-3,6
Productividad aparente del factor trabajo	2,7	2,6	2,7	2,9	2,1
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	-0,3	1,8	3,2	2,1	1,5
Deflactor del PIB	0,1	0,4	1,4	0,9	1,4
Deflactor del consumo privado	-1,2	2,4	3,2	2,4	1,5
Remuneración por asalariado	4,3	0,0	0,8	0,7	2,4
Coste laboral unitario	1,6	-2,6	-1,9	-2,2	0,3
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,8	-4,5	-3,5	-1,2	0,7
<b>Sector público</b>					
Deuda (% PIB)	53,9	61,2	68,5	81,7	87,9
Saldo AA.PP. (% PIB)	-11,2	-9,3	-8,9	-6,3	-5,0
<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: 3 de agosto 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

rdomelech@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

**Xavier Callol**

+34 91 374 75 28

xavier.callol@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

**Mercedes Nogal**

mmercedes.nogal@bbva.com

+34 91 807 51 44

**Virginia Pou**

+34 91 537 77 23

virginia.pou@bbva.com

**Pep Ruiz**

+34 91 537 55 67

ruiz.aguirre@bbva.com

**Juan Ruiz**

juan.ruiz2@bbva.com

+34 646 825 405

**Camilo Andrés Ulloa**

+34 91 537 84 73

camiloandres.ulloa@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@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 (I)**

juan.cubero@bbva.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

rdomelech@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

**Julián Cubero**

juan.cubero@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