

Situación Galicia

Segundo Semestre 2011
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se desacelera**, y los riesgos empeoran las expectativas.
- **La economía española continúa estancada**, y aumenta la probabilidad de entrada en recesión.
- **La corrección de los desequilibrios y las perspectivas del sector exterior** marcan la evolución de la economía gallega en el corto plazo.
- **Galicia debe acelerar las reformas que aseguren el cumplimiento de las metas fiscales** y permitan mejorar la competitividad de las empresas.

Índice

| | |
|---|----|
| 1. Resumen..... | 3 |
| 2. Entorno internacional: desaceleración mundial y riesgos significativos a la baja..... | 5 |
| 3. Coyuntura de Galicia: 2011, de más a menos..... | 10 |
| Recuadro 1. IA BBVA-Galicia, un indicador sintético del estado de la economía gallega..... | 19 |
| Recuadro 2. El ahorro de los hogares en las comunidades autónomas..... | 20 |
| Recuadro 3. Encuestas de actividad económica y tendencias de negocio y gasto en Galicia..... | 24 |
| 4. Evolución reciente de la financiación de las comunidades autónomas. El caso de Galicia..... | 26 |
| 5. Cuadros..... | 31 |

Fecha de cierre: 28 de noviembre de 2011

1. Resumen

El empeoramiento de la economía mundial y de las perspectivas sobre ésta en los últimos meses se debe, principalmente, a cuatro factores: un comportamiento peor de lo esperado en las economías desarrolladas; la crisis de deuda soberana europea, que se intensifica y se hace cada vez más sistémica; la retroalimentación entre los problemas de la deuda soberana y los del sistema financiero; y el aumento mundial de la aversión al riesgo. En reacción a este aumento de las dificultades, a lo largo de los últimos meses se han tomado medidas, particularmente en Europa y en la cumbre de octubre, que van en la buena dirección, pero que se están demostrando claramente incompletas, ya que no ofrecen una solución cerrada a los problemas. En este contexto, por tanto, la volatilidad es muy elevada, y aunque la economía mundial continúa creciendo de manera robusta, la principal característica es la heterogeneidad. Así, el dinamismo se apoya en el comportamiento de los países emergentes, con un mundo desarrollado cuya evolución será discreta, y en el que las posibilidades de virar hacia escenarios de riesgo ganan peso a medida que avanza el tiempo y no se alcanzan las medidas definitivas para sentar las bases para la salida de la crisis.

En España, la conjunción de los problemas globales y los propios (necesidad de desapalancamiento, dificultades para la financiación exterior, elevada tasa de paro y estancamiento de la demanda interna privada empujada, adicionalmente, por la consolidación fiscal) ha supuesto un estancamiento de la economía en el tercer trimestre, con creciente probabilidad de volver a tasas de crecimiento negativas en los últimos tres meses del año. Todo esto pone en riesgo, a su vez, las posibilidades de cumplir con el escenario de consolidación fiscal dibujado, y aumenta las necesidades de financiación del país, activando un círculo vicioso de retroalimentación con la prima de riesgo que es imperativo romper. Esto sólo es posible proyectando hacia el exterior una imagen creíble sobre el proceso de consolidación fiscal, sobre el desapalancamiento del sector privado, y mediante la aplicación de reformas estructurales contundentes que faciliten la transformación del tejido productivo y posibiliten la recuperación del crecimiento potencial de la economía.

En el plano de la consolidación fiscal, el comportamiento del Estado parece no ofrecer dudas, mostrando incluso un cierto margen que permitiría compensar parcialmente el incumplimiento por parte de las comunidades autónomas, sobre las que recaen las dudas de los mercados. La relevancia que éstas han adquirido en el conjunto del gasto público (más del 50% del total) hace que su papel en este proceso de consolidación sea radicalmente distinto del que asumieron en la crisis de principios de los años noventa, cuando su peso en el sector público -y en el PIB- era la mitad del actual. Por tanto, el esfuerzo que éstas deben realizar en el cumplimiento de sus objetivos fiscales es una condición necesaria -aunque no suficiente- para devolver la confianza sobre España, lo que facilitaría en gran medida la aplicación del resto de reformas, al apoyar la apertura de los mercados y la rebaja de los costes de financiación.

En el plano privado, los procesos de desapalancamiento y de absorción del desequilibrio generado en el sector inmobiliario en los que está inmersa la economía española tienen un impacto regional muy diferenciado que da lugar, junto con la exposición al sector exterior, a comportamientos muy heterogéneos entre regiones tanto en 2011 como previsiblemente en 2012. El nivel de endeudamiento alcanzado en el pasado periodo de expansión (y aumentado durante la crisis) condiciona la capacidad de recuperación de la demanda interna, siendo tanto más problemático cuanto mayor es la exposición al sector inmobiliario. A su vez, la renta doméstica se ha visto reducida por un segundo factor, la caída de la proporción de parados que perciben prestaciones por desempleo, cuyo impacto es mayor cuando se combina con una elevada tasa de paro. Finalmente, el stock de viviendas sin vender condiciona la capacidad de recuperación de un sector inmobiliario que seguirá detrayendo crecimiento a la economía pero, nuevamente, la heterogeneidad regional es tal que algunas comunidades ya han absorbido una parte de la sobreoferta de viviendas y, por tanto, el mercado podría comenzar a mostrar cierta estabilización en estas comunidades de producirse una recuperación del empleo.

En el caso de Galicia, se observa un comportamiento diferencial en relación a la media: si en 2010 el Xacobeo empujó el turismo, que ejerció un efecto de arrastre sobre el resto de la economía, este año esta demanda adicional se ha reducido. Además, la recuperación observada en el sector turístico a nivel nacional no ha tenido un efecto significativo para Galicia, ya que el turismo nacional, principal mercado para el sector en Galicia, es el que peor está evolucionando.

La demanda interna gallega, además, se encuentra deprimida a un nivel similar al de la española, si bien algunos factores son positivos, pues como se analiza en la parte dedicada a la coyuntura gallega, la corrección de los desequilibrios (y en particular, la del apalancamiento del sector privado) o la posición del mercado laboral indican que esta región podría estar más cerca de completar su ejercicio de ajuste. Con todo, la puesta en marcha de las reformas con la mayor celeridad posible, es un compromiso ineludible para poder avanzar en la recuperación de la economía y reducir, en la medida de lo posible, el impacto sobre la economía, dada la actual incertidumbre.

Con el objetivo de mejorar la información sobre la economía gallega, la revista incluye cuatro recuadros. El primero presenta un indicador de corto plazo de la actividad de la economía gallega que toma en cuenta los indicadores mensuales disponibles para poder realizar previsiones de corto plazo del PIB. Este indicador complementa al modelo presentado en la anterior revista, que busca obtener previsiones de corto y medio plazo para el conjunto de las comunidades autónomas. En esta misma línea, un segundo recuadro reconstruye y proyecta series de ahorro de los hogares. Aproximar cuál está siendo el comportamiento de los hogares en cada comunidad en lo referente a su ahorro permite conocer la capacidad de reacción de la economía ante choques en la renta y, en futuras revistas, analizar cuales son los determinantes del comportamiento diferencial entre las comunidades en lo referente a esta variable.

El tercer recuadro analiza los resultados que se obtienen de las encuestas que BBVA realiza a su propia red de oficinas. Estas encuestas, probadas ya en otras comunidades (y en algún caso, durante más de 20 años de forma ininterrumpida) tienen como ventaja la inmediatez, la simplicidad y la confianza sobre los resultados, puesto que permiten conocer con bastante fiabilidad los puntos de giro en la actividad.

Finalmente, un cuarto análisis se refiere a los cambios que supone el nuevo sistema de financiación autonómica puesto en marcha este año. En el caso de Galicia, los resultados indican que Galicia podría haberse visto más protegida que la media en la caída de ingresos de los primeros años de la crisis, pero que la implantación del nuevo sistema de financiación puede suponer un ajuste más brusco de los ingresos.

En resumen, la economía gallega tendrá un crecimiento ligeramente por debajo de la media española en 2011 como consecuencia de factores puntuales, aunque se encuentra en una buena posición en términos relativos al conjunto de la economía española en lo que respecta a los desequilibrios acumulados en el período anterior a la crisis. Por tanto, Galicia podría lograr un crecimiento similar, o incluso algo mayor que la media nacional, en 2012. No obstante, algunos riesgos siguen existiendo. En particular, la orientación de las exportaciones hacia el mercado español (en el caso del turismo) y hacia el núcleo europeo (en el caso de los bienes) supone que las ventas al exterior están centradas en mercados maduros y con dificultades para el crecimiento a corto plazo, lo que podría dificultar los avances en la economía gallega.

La consolidación fiscal y mejora de la eficiencia en el sector público son claves para reducir la absorción de recursos por parte del sector público y para mejorar la credibilidad de la economía gallega y su sostenibilidad, y por tanto, deben ser considerados como un compromiso ineludible.

Por otra parte, Galicia necesita continuar avanzando en la modernización su tejido empresarial, para lo que se debe considerarse prioritario mantener o incluso mejorar los esfuerzos en capital humano e I+D, pero también avanzar en la flexibilidad del mercado laboral y la mejora de la competencia. Para lo primero, debe intentarse favorecer los convenios en los que se vinculen las mejoras salariales a los resultados empresariales, y favorecer la implantación de un contrato laboral único. Aunque la temporalidad del mercado laboral gallego se sitúa ligeramente por debajo de la media española, está claramente por encima de la media europea y, en particular, de la que se pueda observar en regiones con un peso relevante de la industria, por lo que avances en esta dirección permitirían mejorar el potencial de crecimiento de esta economía. La reducción de las cargas burocráticas, buscando un incremento de la competencia en los mercados interiores, lo que se traduciría en una mejora de la competitividad de las empresas, debe ser también un objetivo de medio plazo.

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

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

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

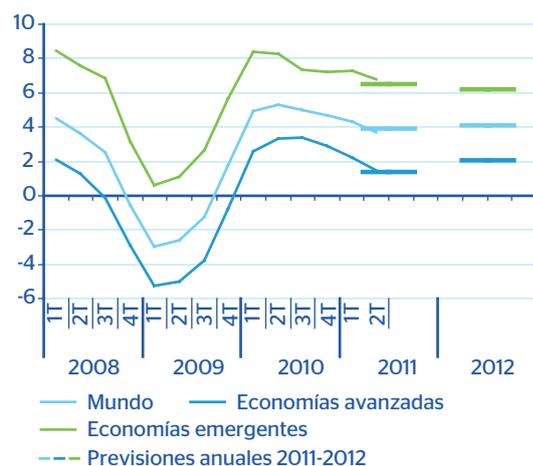
Estas tasas de crecimiento mundiales siguen siendo robustas, pero los riesgos existentes apuntan a que la probabilidad de que se produzcan escenarios con un nivel de actividad menor se ha incrementado significativamente, de manera que su materialización dependerá de la evolución de la crisis financiera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

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

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

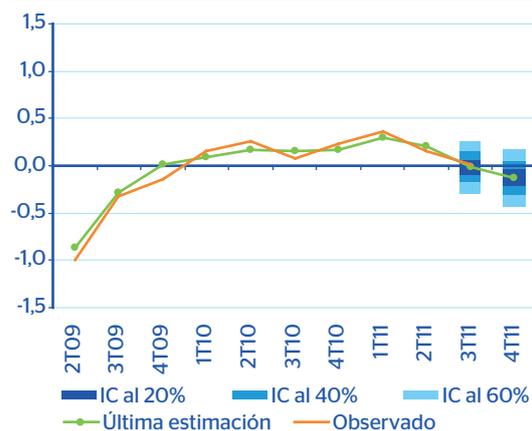
Las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos fundamentales: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. A este respecto, en las

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

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

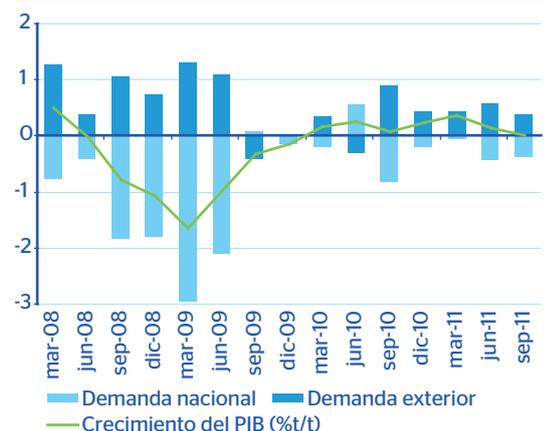
Durante los últimos tres meses, las incertidumbres sobre las perspectivas de la economía mundial y el alcance insuficiente de algunas reformas estructurales han tenido un efecto negativo en las expectativas de recuperación de la economía española. Asimismo, a nivel interno continúa el ajuste de los desequilibrios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

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



Previsión actual: 24 de noviembre de 2011
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



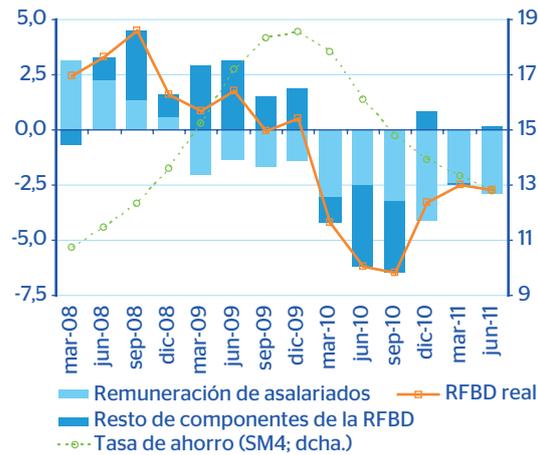
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Hacia delante, los indicadores de confianza y la volatilidad en los mercados financieros europeos ya adelantan un estancamiento de la economía europea durante la parte final del año, que podría afectar negativamente al hasta ahora potente crecimiento de las exportaciones españolas. Más importante aún puede ser el efecto que las dudas sobre la solvencia de algunas entidades financieras europeas pueda tener en la provisión de crédito en el continente, incluida la financiación de actividades de exportación, y por lo tanto, sobre la actividad en sí misma. Dentro de España, en primer lugar, el incremento en la prima de riesgo durante los últimos tres meses y las expectativas

de que dicha prima presente una reducción más lenta hacia los niveles consistentes con los fundamentales de la economía restarían crecimiento a 2012. En segundo lugar, la incertidumbre relacionada con la política económica y, en particular, con la resolución definitiva de la crisis soberana, ya habría empezado a afectar a las expectativas de empresas y familias, lo que tendrá un efecto negativo sobre el consumo y la inversión durante los siguientes trimestres.

Gráfico 5

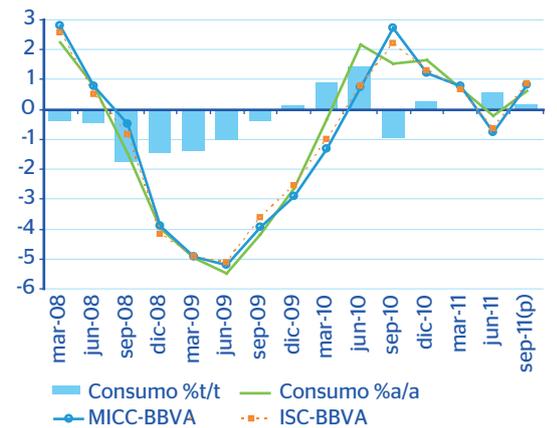
España: contribuciones al crecimiento interanual de la RFBd real* y tasa de ahorro de los hogares (%)



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

Gráfico 6

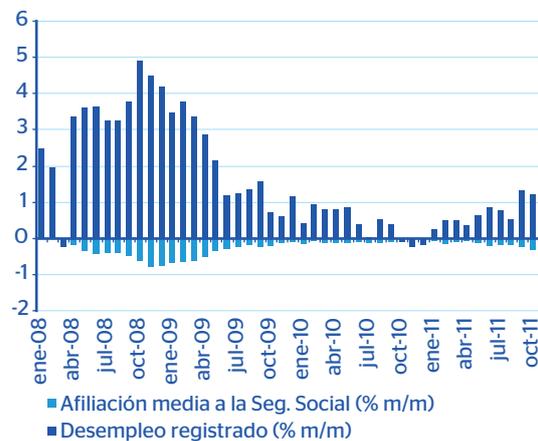
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 7

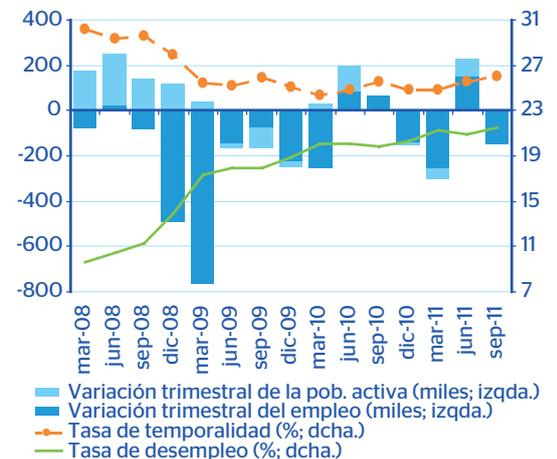
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 8

España: indicadores del mercado laboral

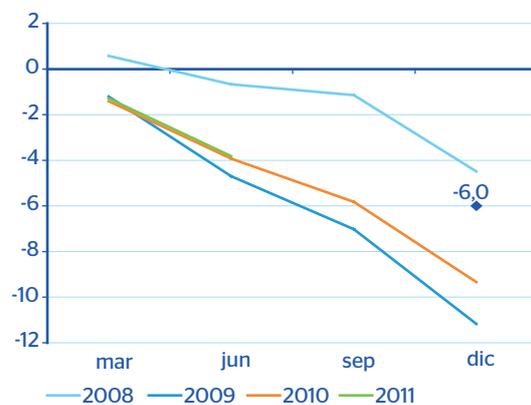


Fuente: BBVA Research a partir de INE

En tercer lugar, y respecto al cumplimiento de los compromisos en materia fiscal, la creciente probabilidad de una desviación respecto a los compromisos asumidos en términos de déficit, junto con las revisiones que se están haciendo a la baja respecto a la actividad económica para el próximo año, suponen que la consolidación fiscal deberá ser más ambiciosa que la previamente estimada para 2012. En cuarto lugar, a pesar de los avances observados durante el último año, el proceso de reestructuración del sistema financiero español continúa sin completarse, dejando abierta la puerta para que algunas entidades no se encuentren preparadas para lidiar con los escenarios adversos a los cuales el mercado está poniendo especial atención y, por lo tanto, supone que éstas se mantengan sensibles a cambios bruscos en las condiciones de mercado, limitando su capacidad de ofrecer crédito, y más en un contexto en el que los requerimientos de capital han sido elevados.

Finalmente, aunque valoramos positivamente el compromiso con la estabilidad fiscal mostrado en la reforma realizada en la Constitución, el decepcionante comportamiento del déficit de las Comunidades Autónomas en el primer semestre puede generar dudas sobre la capacidad del Gobierno para cumplir sus objetivos de este año. Más aún, el balance final de las reformas realizadas durante el último año y medio para generar crecimiento es que éstas no han estado a la altura de los problemas que enfrenta la economía española. Por el lado positivo, este contexto de mayor incertidumbre está llevando al Banco Central Europeo a mantener una política monetaria ligeramente más acomodaticia -habiendo reducido los tipos recientemente, frente al calendario las subidas de tipos oficiales que se adelantaban hace 3 meses-, lo que puede ser especialmente positivo para las familias y empresas españolas, aunque probablemente insuficiente para compensar los efectos más directos del incremento de la incertidumbre. Asimismo, y a pesar de la presión a la baja que supone el menor crecimiento en Europa, las exportaciones continúan creciendo fuertemente, en especial aquellas relacionadas con el sector servicios y dirigidas hacia mercados extra comunitarios, lo cual puede ser particularmente importante para que la destrucción de empleo no se agudice todavía más.

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

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

En este sentido, deberá llevar a cabo con urgencia una agenda sustancial y ambiciosa de reformas como las que se han propuesto reiteradamente desde BBVA Research en los últimos años.

Por el lado de las finanzas públicas, será importante obrar en consecuencia con la caída estructural de los ingresos, reduciendo el gasto o buscando fuentes alternativas de financiación, pero también desarrollando instituciones consistentes con, i) la nueva regla fiscal adoptada en la Constitución, ii) una mayor transparencia y planificación (presupuestos plurianuales) y iii) con incentivos que promuevan el cumplimiento de los objetivos en todos los niveles de las Administraciones Públicas. En segundo lugar, se debe avanzar en la reestructuración de una parte del sistema financiero español, que permita un proceso de desapalancamiento ordenado y satisfaga la mayor demanda de crédito cuando la recuperación se consolide.

En tercer lugar, deben llevarse a cabo las reformas necesarias para reducir cuanto antes el drama del desempleo y para favorecer la reasignación de factores productivos hacia los sectores y empresas con mayor dinamismo y potencial de crecimiento, capaces de generar empleo estable y de calidad. En una economía tan dual como la española, existen innumerables ejemplos de excelencia empresarial a nivel internacional que están detrás del extraordinario comportamiento

de nuestro sector exportador durante los últimos trimestres. Generalizar este comportamiento al resto de empresas y sectores, liberar el enorme potencial de crecimiento de nuestra economía y eliminar las barreras que impiden una reasignación y un empleo eficiente de recursos, en muchos casos ociosos, son retos urgentes. Y aunque en el actual contexto internacional, alcanzar estos objetivos no es una condición suficiente para asegurar la recuperación económica y la salida a una crisis que dura ya cuatro años, sí que se trata de una condición necesaria. Mientras esperamos a que los países de la eurozona resuelvan definitivamente sus problemas, en lugar de lamentarnos por lo que Europa no acaba de hacer para mejorar la situación de la economía española, planteémonos qué es lo que desde España puede hacerse para resolver la encrucijada en la que se encuentra Europa, cumpliendo con nuestros compromisos fiscales y adoptando medidas verdaderamente ambiciosas para potenciar el crecimiento y la creación de empleo.

Cuadro 1

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

| Actividad | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| PIB real | 0,9 | -3,7 | -0,1 | 0,8 | 1,0 |
| Consumo privado | -0,6 | -4,3 | 1,3 | 0,4 | 0,5 |
| Consumo público | 5,8 | 3,2 | -0,7 | -0,3 | -2,7 |
| Formación Bruta de Capital | -4,8 | -16,0 | -7,5 | -5,1 | -0,6 |
| Bienes de equipo y otros productos | -3,0 | -21,2 | -2,1 | -0,5 | 2,8 |
| Construcción | -5,9 | -11,9 | -11,1 | -8,7 | -3,2 |
| Vivienda | -10,7 | -24,5 | -16,5 | -7,4 | 0,9 |
| Demanda Interna (contribución al crecimiento) | -0,6 | -6,4 | -1,1 | -1,0 | -0,4 |
| Exportaciones | -1,1 | -11,6 | 10,3 | 10,1 | 5,1 |
| Importaciones | -5,3 | -17,8 | 5,5 | 3,0 | -0,3 |
| Demanda Externa (contribución al crecimiento) | 1,5 | 2,7 | 1,0 | 1,8 | 1,4 |
| PIB nominal | 3,3 | -3,1 | 0,8 | 3,0 | 3,3 |
| (Miles de millones de euros) | 1088,1 | 1053,9 | 1062,6 | 1094,7 | 1130,7 |
| Mercado de trabajo | | | | | |
| Empleo, EPA | -0,5 | -6,8 | -2,3 | -1,7 | -0,8 |
| Tasa de paro (% población activa) | 11,3 | 18,0 | 20,1 | 21,5 | 22,1 |
| Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo) | -0,5 | -6,6 | -2,4 | -1,7 | -0,9 |
| Productividad aparente del factor trabajo | 1,4 | 2,9 | 2,2 | 2,5 | 1,9 |
| Precios y costes | | | | | |
| IPC (media anual) | 4,1 | -0,3 | 1,8 | 3,1 | 1,2 |
| Deflactor del PIB | 2,4 | 0,6 | 1,0 | 2,2 | 2,3 |
| Deflactor del consumo privado | 3,5 | 0,1 | 2,8 | 3,6 | 0,8 |
| Remuneración por asalariado | 6,4 | 4,1 | 0,7 | 2,5 | 3,4 |
| Coste laboral unitario | 5,0 | 1,2 | -1,5 | -0,1 | 1,5 |
| Sector exterior | | | | | |
| Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB) | -9,6 | -5,2 | -4,5 | -4,5 | -3,0 |
| Sector público | | | | | |
| Deuda (% del PIB) | 39,8 | 53,3 | 60,1 | 65,1 | 67,6 |
| Saldo de las AA.PP. (% del PIB) | -4,2 | -11,1 | -9,2 | -6,5 | -4,4 |
| Hogares | | | | | |
| Renta disponible nominal | 6,0 | 1,7 | -1,8 | 0,1 | 1,7 |
| Tasa de ahorro (% renta nominal) | 13,5 | 18,1 | 13,1 | 9,7 | 10,0 |

Fecha cierre de previsiones: 28 de Noviembre de 2011

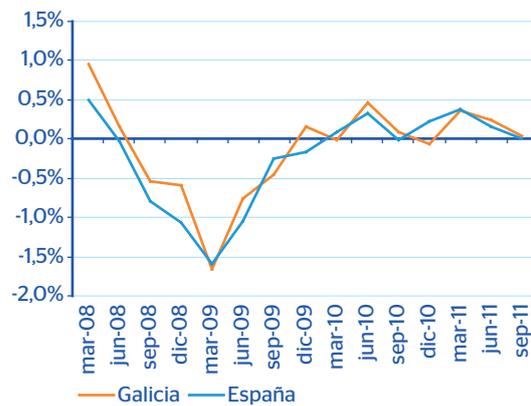
Nota: datos observados y previsiones consistentes con la CNTR en base contable de 2000.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

3. Coyuntura de Galicia: 2011, de más a menos

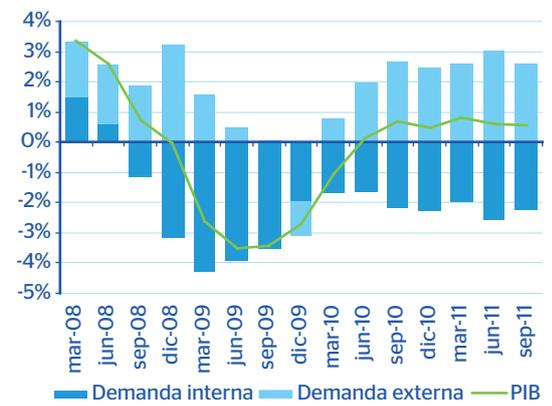
Desde la publicación del primer número del Situación Galicia en marzo de 2011, la economía gallega ha desacelerado su ritmo de crecimiento en línea con lo sucedido en el conjunto de la economía española. A lo largo de estos meses, la industria ha continuado con el ajuste iniciado tras la finalización de las ayudas al sector del automóvil, manteniendo contribuciones negativas al crecimiento del PIB gallego salvo en el primer trimestre del presente año. La desaceleración en el crecimiento de los principales socios comerciales europeos, motivada por las tensiones en los mercados financieros y los problemas de deuda soberana que se extienden por Europa, justifican esta atonía en el sector industrial. De esta forma, la economía gallega soportó su comportamiento durante los tres primeros trimestres del año en un sector exterior que experimentó un fuerte crecimiento, especialmente durante el primer semestre, pero que parece estar cediendo de cara al segundo (gráficos 11 y 12).

Gráfico 11
Galicia y España: PIB (% t/t,CVEC)



Fuente: IE Galicia, INE y BBVA Research

Gráfico 12
Galicia: PIB y contribuciones al crecimiento (a/a; %)



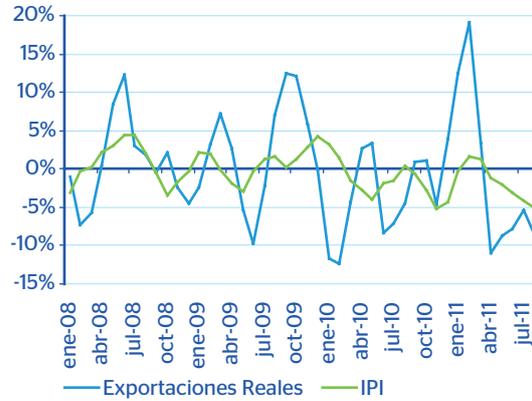
Fuente: IE Galicia y BBVA Research

Así, la economía gallega se estancó en el tercer trimestre del año, continuando con la senda de desaceleración tras la sorpresa al alza del primer trimestre del año (0,4% trimestral) y el crecimiento del 0,2% en el segundo. Esta desaceleración, según los datos disponibles hasta la fecha, se justifica por la pérdida de dinamismo de los sectores que sirvieron de soporte para la economía gallega durante la primera mitad del año –especialmente sector exportador y sector servicios – (Gráficos 13 y 14) que disminuyen su aportación al crecimiento, confirmando el freno en la actividad regional durante los meses correspondientes al segundo semestre.

El peor desempeño del sector servicios se justifica, fundamentalmente, por el comportamiento negativo del sector turístico - debido a un efecto base por el fuerte incremento producido durante el año Xacobeo en 2010- mientras que el sector exportador parece estar sufriendo de manera diferencial los episodios de tensiones europeas por sus características propias que se analizan más adelante. Por lo tanto, los riesgos existentes para la economía gallega, tanto aquellos intrínsecos como los dependientes del entorno exterior, sesgan a la baja sus posibilidades de crecimiento futuro. Una solución relativamente rápida de la crisis de deuda soberana en Europa y una reducción de las tensiones financieras, podrían estimular nuevamente la demanda externa, lo que afectaría de manera diferencialmente positiva a las posibilidades de crecimiento de la economía regional.

Gráfico 13

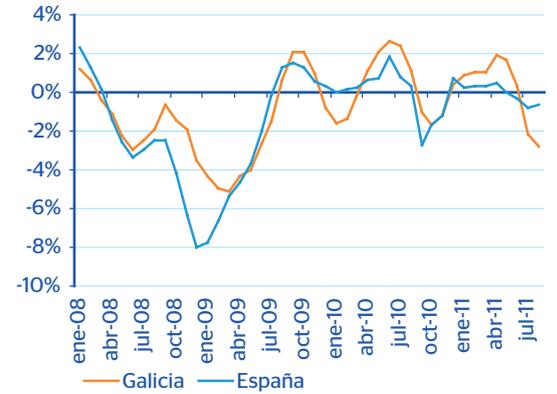
Exportaciones reales e IPI: diferencial de crecimiento entre Galicia y España (t/t; CVEC; pp)



Fuente: Datacomex, INE y BBVA Research

Gráfico 14

Índice de actividad del sector servicios (t/t; CVEC; %)



Fuente: INE y BBVA Research

Con un punto de partida ventajoso, ajustes diferencialmente más rápidos en materia de desapalancamiento, pero no tanto en la corrección del mercado inmobiliario

En el primer número del Situación Galicia, publicado en marzo de 2011, se analizaban las causas generadoras de desequilibrios regionales. En particular, se analizaba cómo el diferencial de crecimiento entre las distintas CCAA se explicaba desde 6 puntos de vista: exceso de vivienda, endeudamiento privado, desempleo, deuda de las CCAA, consolidación pública y apertura exterior. Ya entonces, la economía gallega se encontraba relativamente mejor posicionada que la media de CCAA. Esta mejor posición, basada en los menores desequilibrios adquiridos en aquellos aspectos que condicionan el crecimiento potencial de su economía, particularizado especialmente en un menor apalancamiento relativo del sector privado y una tasa de paro inferior a la media nacional (Gráficos 15 y 16).

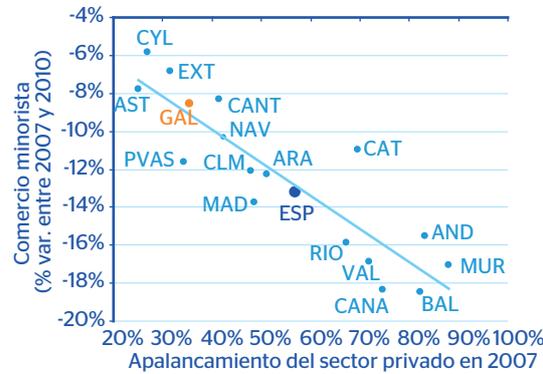
Desde entonces, los agentes del sector privado han continuado reduciendo su endeudamiento y lo han hecho de manera más intensa que los del conjunto de España (Gráfico 17), partiendo, además, de niveles más bajos de apalancamiento. Esto, junto a una tasa de paro que en el tercer trimestre del año se situó en el 17,3% -inferior a la media nacional en 4,2 pp- ha favorecido que el ajuste, tanto en consumo como en inversión, esté mostrando una menor intensidad que en el resto de España. Sin embargo, a pesar de la buena posición inicial del mercado de trabajo, la persistencia de un mercado laboral deteriorado está suponiendo la finalización del periodo de cobro de prestaciones por desempleo de aquellas personas que permanecen más tiempo en situación de desempleo, con los consiguientes riesgos adicionales para la demanda interna (Gráfico 18).

La mayor temporalidad en el mercado laboral gallego había llevado a que, en la parte inicial de la crisis, el porcentaje de parados que cobraban prestación por desempleo fuera inferior en Galicia al del conjunto de España. Sin embargo, este diferencial se ha cerrado en los últimos meses, por lo que el riesgo de poder observar un ajuste mayor que el resto de España en el comportamiento del consumo como consecuencia de una caída de renta diferencialmente mayor se ha reducido.

Con estos condicionantes, el consumo de los hogares se ha visto afectado en mayor medida en Galicia que en la media nacional y acumula 4 trimestres con crecimientos trimestrales negativos y contribuyendo negativamente al crecimiento.

Gráfico 15

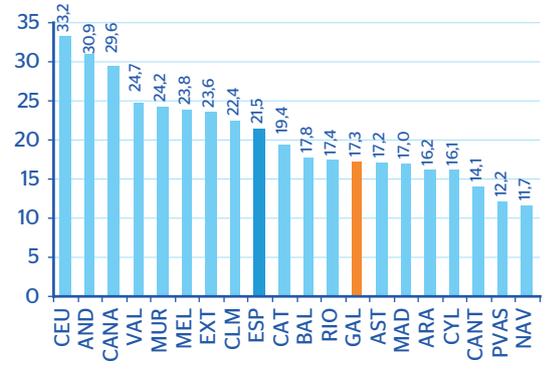
Impacto del apalancamiento en el sector privado



Fuente: Banco de España, INE y BBVA Research

Gráfico 16

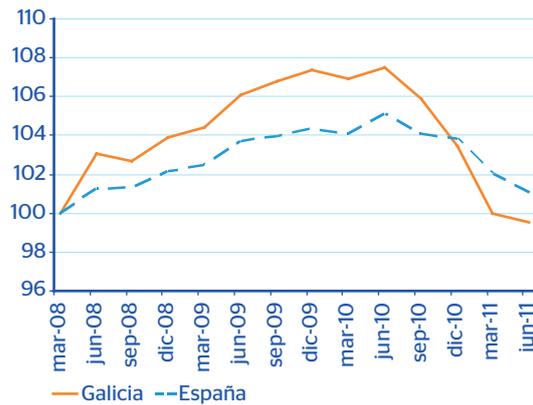
Tasa de paro por CC.AA. (3t11, % población activa)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 17

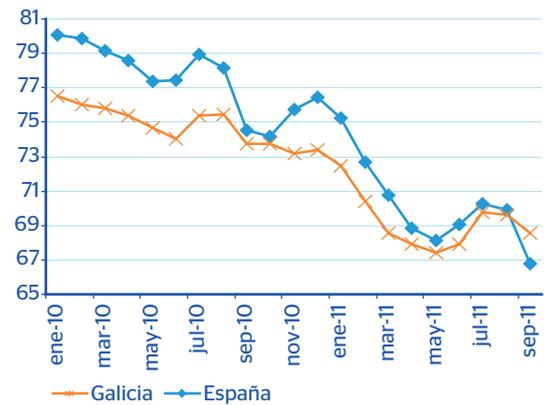
Galicia y España: crédito privado/PIB (mar-2008=100;t/t)



Fuente: BDE, INE, IGE y BBVA Research

Gráfico 18

Cobertura de las prestaciones por desempleo: (parados perceptores/total parados con experiencia, %)

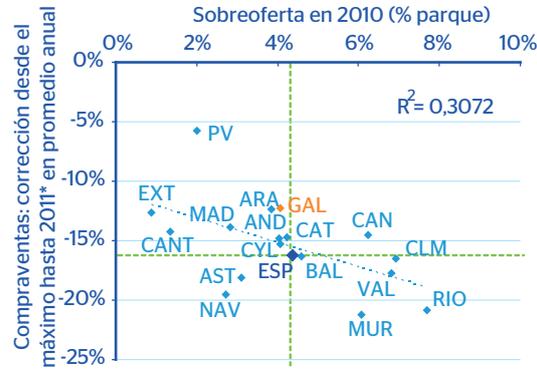


Fuente: MTIN y BBVA Research

Adicionalmente, otra cuestión generadora de diferencias regionales que afronta la economía gallega es la referente al mercado inmobiliario que con un nivel de sobreoferta en línea con la media de España, continúa experimentando una corrección menor de los precios en términos reales (de hecho, solo en la provincia de Ourense se estaría observando una corrección algo más rápida que la media nacional), lo que supone que el ajuste está siendo más lento y deberá continuar en el futuro. Como consecuencia, el ajuste en la producción se está acelerando algo más: los visados de iniciación de viviendas reflejaron una caída del 17% a/a en la primera mitad del año, 4pp más que la media de España (Gráficos 19 y 20).

Gráfico 19

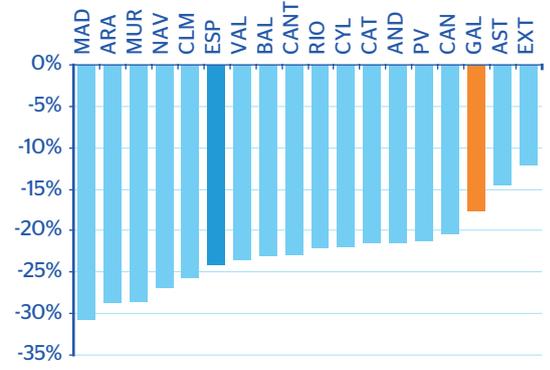
España: corrección del número de compraventas y sobreoferta en 2010



* Media Móvil 12 meses hasta 2T11.
Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA Research

Gráfico 20

Corrección de precio real de la vivienda desde el máximo hasta 3T11



Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA Research

Cuadro 2

Principales indicadores de coyuntura de la economía gallega

| % | 2010 | | Enero 2011 a último dato | | Último dato (m/m, cve) | | Último mes |
|--------------------------|---------|--------|--------------------------|--------|------------------------|--------|------------|
| | Galicia | España | Galicia | España | Galicia | España | |
| Importaciones | 4,1% | 16,5% | 4,2% | 9,9% | 1,7% | -1,4% | sep-11 |
| Exportaciones Reales | 4,2% | 13,3% | 8,2% | 10,7% | -36,1% | -4,8% | sep-11 |
| Afiliación a la SS | -2,2% | -1,9% | -2,7% | -1,3% | 0,0% | -0,4% | oct-11 |
| Paro Registrado | 9,7% | 11,4% | 6,2% | 4,3% | 0,5% | 1,3% | oct-11 |
| IASS | 2,5% | -1,0% | 0,6% | -0,8% | 2,7% | -1,6% | sep-11 |
| Ventas Minoristas | -2,4% | -4,5% | -6,6% | -5,5% | -0,9% | -0,9% | sep-11 |
| Matriculaciones | -11,5% | 1,8% | -34,5% | -16,6% | -18,5% | -6,9% | oct-11 |
| Visados de Viviendas | -34,3% | -17,3% | -17,3% | -13,1% | -3,3% | -4,5% | ago-11 |
| IPI | -9,0% | 0,4% | -8,8% | -1,7% | -0,4% | -0,2% | sep-11 |
| Pernoctaciones (a/a) | 9,8% | 6,4% | -12,4% | 7,9% | -16,9% | 3,6% | oct-11 |
| Viajeros (a/a) | 11,8% | 6,2% | -11,6% | 5,0% | -17,4% | 1,3% | oct-11 |
| Confianza del consumidor | | -4,9 | | 4,0 | | -17,0 | sep-11 |
| Pedidos Industriales | 7,3 | | -10,3 | | -33,3 | | sep-11 |

Nota: un a/a al lado de la variable indica que el cambio en el último dato es interanual
Fuente: IGE, INE, MFOM, MEH, M. Industria y BBVA Research

La desaceleración de la economía gallega implica redoblar los esfuerzos para garantizar el cumplimiento de los objetivos de consolidación fiscal

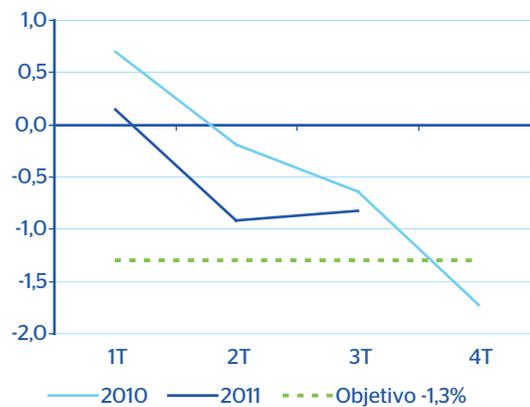
A cierre del mes de septiembre de 2011, la Xunta de Galicia presentaba un déficit del 0,82% del PIB regional, situándose por debajo del -1,2% del conjunto de comunidades autónomas, y a casi 0,5pp de su objetivo de finales de año. Por su parte, la deuda de la Xunta se ha visto incrementada a lo largo del primer semestre del año en 1,2pp del PIB hasta alcanzar el 12,3% del PIB, situándose en niveles semejantes a los de la media de comunidades autónomas (véanse Gráficos 21 y 22). Como resultado, Galicia se posiciona en una situación algo más favorable que la media de comunidades autónomas.

En este contexto, el pasado 21 de octubre la Xunta presentó en el Parlamento gallego el proyecto de presupuestos para 2012 donde mantiene firme su compromiso con la estabilidad presupuestaria. Dos hechos pueden considerarse positivos. El primero es la presentación en sí de los presupuestos, poniendo de manifiesto la información en lugar de -como ha sucedido en otras comunidades- esperar a que se publiquen los Presupuestos Generales del Estado. El segundo es que estos presupuestos se hayan elaborado bajo la nueva normativa gallega de estabilidad presupuestaria -en vigor desde junio de 2011-, donde se establece el principio de estabilidad presupuestaria a lo largo del ciclo, y, sobre todo, un techo de gasto para la comunidad autónoma de Galicia semejante al existente para el Estado. Así,

el proyecto de presupuestos para 2012 de la Xunta de Galicia contempla un gasto de 9,135 millones de euros -tan sólo 0,1% menos que el gasto aprobado para 2011- y el cumplimiento del objetivo del -1,3% del PIB para dicho año. Por tanto, si bien es cierto que en el proyecto de presupuestos se observa cierta moderación del gasto, principalmente en el gasto de capital, el cumplimiento del objetivo recae sobre una ligera recuperación de los ingresos, que podría ser complicada en el actual contexto de incertidumbre. Los supuestos en los que descansa este presupuesto, por tanto, parecen creíbles, pero cualquier desviación en el crecimiento económico del 1,1% previsto por el gobierno gallego (1,0% en el caso de BBVA Research), mermaría la capacidad de recuperación de sus ingresos, con lo que el ajuste por el lado del gasto debería ser mayor que el planificado para 2012. Dado el actual contexto de elevada incertidumbre convendrá, por tanto, mantener la vigilancia sobre la evolución de los riesgos que pueden afectar a la economía gallega y española, para que, en caso de que estos impacten en los ingresos, puedan ser corregidos con la mayor celeridad con objetivo de lograr el irrenunciable compromiso de consolidación fiscal.

Gráfico 21

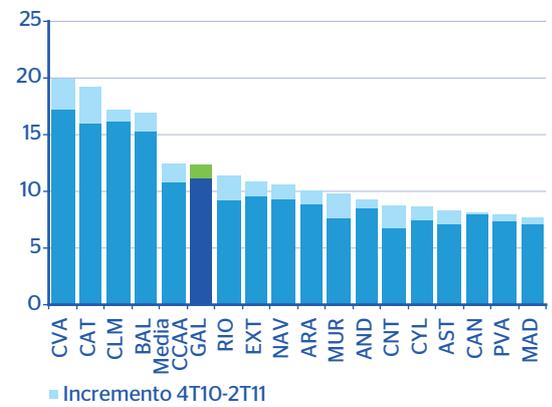
CC.AA.: saldo no financiero a 2T11 (% PIB regional)



Fuente: MEH, INE y BBVA Research

Gráfico 22

CC.AA.: deuda viva a 2T11 (% PIB regional)



Fuente: MEH, INE y BBVA Research

Cuadro 3

Factores que condicionan las diferencias de crecimiento regional a corto plazo

| | Exceso oferta | | Desempleo | Deuda CC.AA. | Consolidación pública ¹ | Apertura exterior |
|---------------|---------------|---------------|-----------|--------------|------------------------------------|-------------------|
| | vivienda | Deuda privada | | | | |
| País Vasco | √ | √ | √ | | √ | |
| Cantabria | √ | | | | | |
| Navarra | | | √ | | √ | √ |
| Madrid | | | | √ | √ | |
| Asturias | | √ | | | √ | |
| Galicia | | | | | | |
| Aragón | | | | | | |
| C. y León | | √ | | √ | | |
| Cataluña | | | | X | | √ |
| Extremadura | √ | | | | X | X |
| Baleares | | X | | X | | √ |
| La Rioja | X | | | | | X |
| Canarias | X | | X | | | √ |
| Murcia | | X | | | | |
| Andalucía | | X | X | | X | X |
| C. La Mancha | X | | | X | X | X |
| C. Valenciana | X | X | | X | | |

1: Consolidación pública: impacto diferencial del mayor o menor ajuste de la Administración Central derivado de las diferencias de renta en las Comunidades Autónomas.

Nota: X representa un condicionante negativo y √ uno positivo

Fuente: BBVA Research

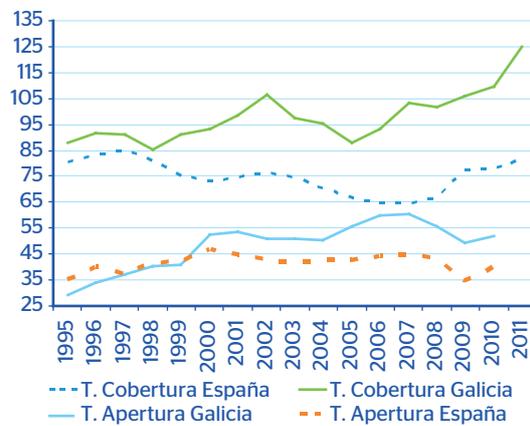
Un sector exterior más potente, pero con una orientación a Europa que podría limitar su aportación al crecimiento en 2012

Por último, en el primer número del Situación Galicia se aludía al sector exterior como elemento de diferenciación regional. Desde entonces, dada la debilidad de la demanda interna, el factor exterior ha ido ganando importancia para explicar el diferencial de crecimiento entre regiones, de manera que aquellas CCAA más orientadas al mercado exterior y con una mayor orientación exportadora podrían experimentar, *ceteris paribus*, una mejor y más rápida salida de la crisis.

En este sentido, la economía gallega se encuentra en una posición de partida mejor para afrontar el estancamiento de la demanda interna puesto que Galicia cuenta con una economía más abierta al exterior que la media española y, especialmente, con una tasa de cobertura de sus exportaciones -es decir, con un porcentaje de importaciones de bienes que se pueden pagar con las exportaciones gallegas - cercano al 125% en los tres primeros trimestres del año (Gráfico 23).

Gráfico 23

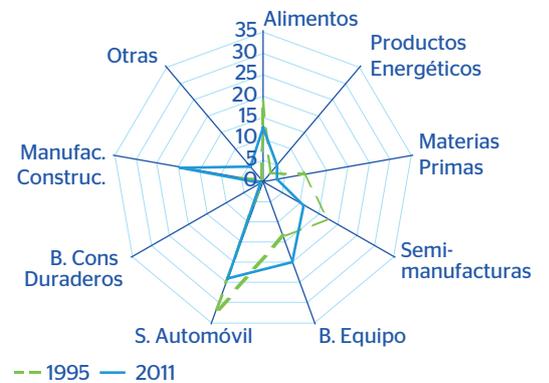
Tasa de apertura y tasa de cobertura: Galicia y España (X/M de bienes; %)



Fuente: Datacomex y BBVA Research

Gráfico 24

Galicia: estructura exportadora de bienes, 1995-2011 (%)



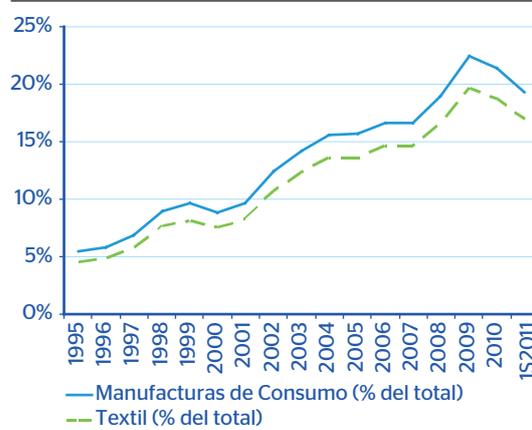
Fuente: Datacomex y BBVA Research

Sin embargo, a pesar de esta buena posición de partida, el sector exterior gallego comienza a experimentar un menor crecimiento que la media española según los últimos datos disponibles, y afronta retos importantes relacionados, fundamentalmente, con la diversificación, tanto de la producción exportadora como, principalmente, de búsqueda de nuevos mercados.

Por el lado de la producción, la economía gallega concentra su exportación de bienes fundamentalmente en tres sectores: automóviles, manufacturas de consumo y bienes de equipo, que suponen en conjunto cerca de dos terceras partes del total de bienes exportados (Gráfico 24). A pesar del esfuerzo en diversificación que la economía gallega ha experimentado durante los últimos años, que ha permitido la reducción del peso de las exportaciones de automóviles en 17pp desde el año 2000, el peso relativo de estos tres sectores continúa siendo elevado por la ganancia de cuota experimentada en las manufacturas de consumo - gracias al desarrollo de la industria textil (Gráficos 25 y 26).

Gráfico 25

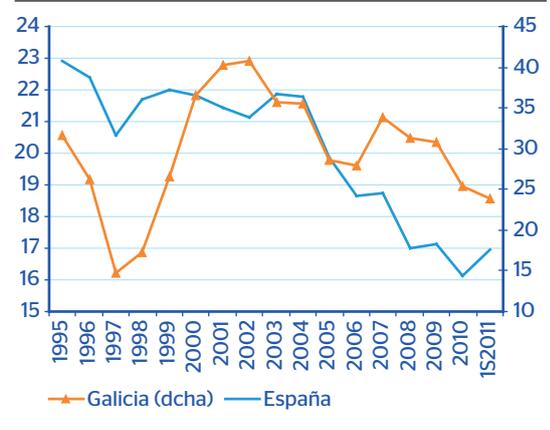
Galicia: exportaciones de manufacturas de consumo y textil sobre el total (%)



Fuente: Datacomex y BBVA Research

Gráfico 26

Galicia y España: exportaciones de automóvil (% del total de exportaciones)



Fuente: Datacomex y BBVA Research

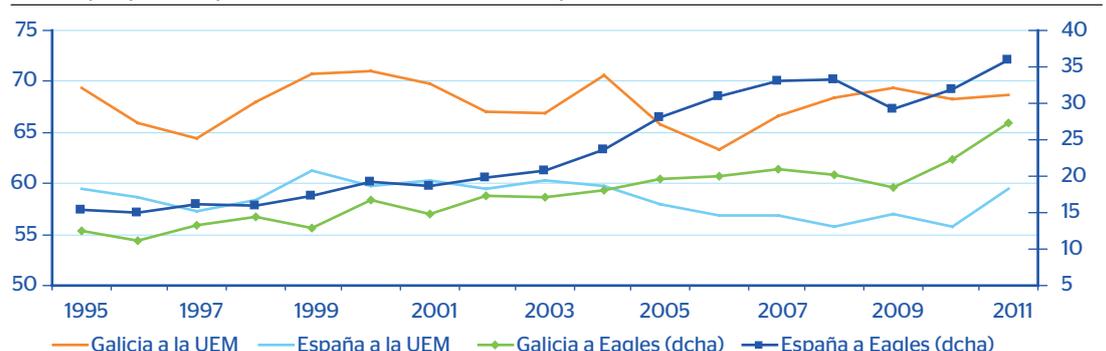
Si bien la concentración exportadora en la industria textil no supone un riesgo para la economía gallega en el corto plazo, dado que se trata de una industria altamente competitiva a nivel mundial, el elevado peso que mantiene el automóvil - 7pp superior a la del mercado nacional -, sí puede requerir dar continuidad al proceso de diversificación en el medio y largo plazo, al ser este un sector maduro y con más dificultades. A pesar de los problemas de competitividad que caracterizan al sector en Europa, a corto plazo, la situación no debería ser especialmente preocupante dadas las garantías de producción de determinados modelos, pero es recomendable mantener la precaución ante la creciente competencia desde otros países con costes laborales inferiores, lo que fuerza a redoblar la calidad de la producción.

El otro elemento que requiere de vigilancia dentro de las características del sector exportador gallego se centra en la orientación geográfica de las exportaciones. Las exportaciones gallegas se encuentran concentradas, más aún que la media nacional, en los países de la UE (en torno al 68% durante la última década, 10pp más que el resto de España), es decir, en la región desarrollada que menos va a crecer durante el presente año, con el consiguiente riesgo para las exportaciones regionales. Especialmente preocupante es el hecho que Galicia exporta a un 15% de sus bienes a Portugal cuyo gobierno acaba de anunciar que su economía caerá un 3% en 2012. Aunque las exportaciones hacia los países incluidos en los EAGLES¹ ganan peso de manera ininterrumpida desde el año 95 y, con especial intensidad durante los últimos dos años, el porcentaje de productos exportados a estos países es inferior al de la media nacional en algo más de 9pp durante los últimos dos años, algo que podría extenderse también al conjunto de las economías emergentes.

Como consecuencia de esta distribución geográfica, y tal como se señalaba al principio de este capítulo, las exportaciones gallegas están experimentando, en el segundo y tercer trimestres de 2011, un ajuste superior al de la media del sector exterior español, siendo además un comportamiento generalizado en todos los sectores mayoritarios de la exportación gallega.

Gráfico 27

Galicia y España: exportaciones de bienes a EAGLES y UEM (%)



Fuente: Datacomex y BBVA Research

1: EAGLES: Turquía, Rusia, Egipto, México, Brasil, India, Indonesia, China, Corea del Sur, Taiwán.

El riesgo para el crecimiento regional, por tanto, se encuentra en la desaceleración que, por ahora, muestran las exportaciones, que con un peso en la actividad superior a la media española, han soportado parcialmente avance de la actividad gallega durante el primer semestre del año. Además, el crecimiento en el año 2011 se ve sesgado a la baja como consecuencia del final del año Xacobeo, que permitió a Galicia mostrar un comportamiento diferencialmente positivo en 2010, especialmente, en el sector servicios, gracias a la buena evolución del turismo y todo el efecto de arrastre que genera este sector. La orientación del turismo hacia los residentes españoles limita además, las posibilidades de crecimiento del sector por las dificultades de la demanda interna.

Por tanto, dados los episodios de tensiones financieras existentes en Europa y los problemas relacionados con la crisis de deuda soberana, dentro del entorno de estancamiento de demanda interna, la mayor orientación exportadora de la economía gallega hacia los países de la UE podría sesgar a la baja el crecimiento para 2011 y 2012.

En este entorno de debilidad de la demanda interna y de la del resto de España, la corrección que está experimentando el sector exterior dificulta la posible recuperación de ritmos de crecimiento superiores a los de la media de España. Así, mientras se mantengan las dudas sobre el crecimiento europeo, Galicia podría crecer en el entorno de la media nacional. En el medio plazo, el crecimiento regional vendrá condicionado por los avances en la solución de la problemática que afecta a los principales socios comerciales gallegos y sesga a la baja su potencial de crecimiento. De solucionarse estos problemas, Galicia podría crecer en 2012 en línea con el promedio nacional².

Cuadro 4
Crecimiento del PIB por CC.AA. (%)

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

Fuente: BBVA Research

Retos de medio plazo: transformación demográfica, reducción de la dependencia del automóvil y potenciación de un tejido empresarial dinámico

Galicia se está viendo afectada por factores externos que dificultan el aprovechamiento de los menores desequilibrios iniciales para experimentar una salida más rápida de la crisis. A medio y largo plazo, además, Galicia debe enfrentar algunos retos que impactan en su crecimiento potencial y que podrían limitar los avances en términos de convergencia con el resto de regiones españolas. Entre estos retos destacan la capacidad para rejuvenecer a una población envejecida,

2: Próximamente el Instituto Nacional de Estadística (INE) publicará, entre otras, sus cifras de crecimiento de la Contabilidad Regional de España (CRE) en la nueva Base 2008, por lo que se perderá capacidad comparativa con las cifras aquí presentadas.

la necesidad de apostar por una mejor educación o la capacidad de atraer I+D que permita potenciar un tejido empresarial dinámico, cuya base ya existe, pero que debería alcanzar un mayor peso en el conjunto de la actividad gallega.

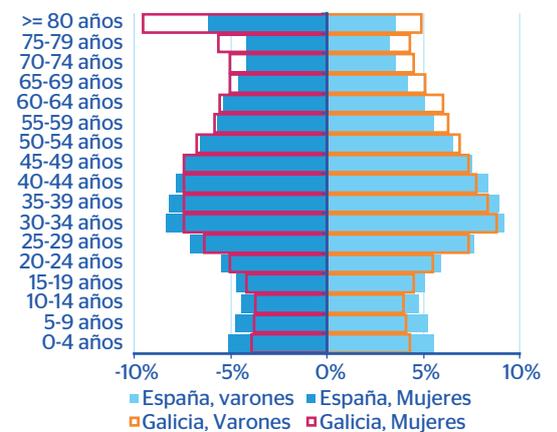
La comunidad gallega inició en el año 2000 un proceso de convergencia en términos de PIB per cápita con España que la llevó a crecer más de 10,5 pp por encima de la media nacional durante el periodo 2000-2010, hasta situarse en el 88% de España. Sin embargo, este proceso de convergencia viene explicado parcialmente por una disminución de la población relativa de la comunidad gallega, que se hace especialmente relevante entre las cohortes de población de menor edad (Gráfico 29).

Gráfico 28
**Galicia: PIB pc (España=100;%)
y población (diferencial de crecimiento; %)**



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 29
**Pirámide poblacional relativa:
Galicia y España (1 de enero de 2010)**



Fuente: INE y BBVA Research

Con estos condicionantes demográficos, Galicia debe hacer especial hincapié en la mejora educativa de la población para poder incrementar el PIB potencial futuro. Como indica el porcentaje de población con al menos estudios secundarios, Galicia se sitúa ligeramente por debajo de la media de las regiones españolas en lo referente al nivel educativo³.

Además, el problema demográfico desincentiva la inversión en capital humano por parte de las empresas, otro de los retos pendientes para la región, lo que impide que el tejido empresarial gallego se expanda en mayor medida - pese a contar con empresas grandes y sólidas que son referentes mundiales en su sector, la inversión en I+D en Galicia se encuentra ligeramente por debajo de la media de las regiones españolas.

La cuestión demográfica es, por otro lado, reflejo de alguno de los problemas que afectan a la economía gallega, y respecto de los que deben aplicarse todas las medidas necesarias, y de forma contundente, para lograr entrar cuanto antes en el camino de la recuperación. Efectivamente, la elevada tasa de temporalidad en el mercado laboral supone una dificultad añadida para el incremento del nivel medio de capital humano, y junto con la baja capacidad de creación de empleo incluso en los periodos de expansión, una de las razones básicas para un crecimiento demográfico relativamente bajo, y en el que los flujos migratorios han jugado, tradicionalmente pero también en el presente, en contra de la demografía gallega. Desde este punto de vista, una reforma laboral que facilite la contratación, y la permanencia de las relaciones empresa trabajador, es perentoria, y posiblemente uno de los aspectos más positivos para la economía gallega.

Por otro lado, el envejecimiento relativo de la población, y las dificultades para reubicar trabajadores provenientes de sectores en declive (con el consiguiente impacto en un paro de larga duración que podría afectar también al consumo, a través de la reducción en el número de trabajadores cubiertos con prestaciones) aconsejan esforzarse al máximo en la aplicación de políticas activas de empleo. En el contexto actual de dificultades de financiación para las administraciones públicas, ello debe lograrse cumpliendo escrupulosamente los objetivos de déficit para evitar sobrecargas mayores en la carga financiera de las administraciones y familias, por lo que es necesario estudiar escrupulosamente la eficiencia en las políticas de gasto.

3: Ver Situación Galicia de Marzo-11 <http://www.bbvaesearch.com/KETD/ketd/esp/index.jsp>

Recuadro 1. IA BBVA-Galicia, un indicador sintético del estado de la economía gallega

En el estudio y seguimiento de la actividad económica de cualquier región, la evolución del PIB es una de las variables más importantes. Sin embargo, este indicador de la evolución de la producción, cuando se publica con periodicidad trimestral, se conoce prácticamente dos meses después del cierre del trimestre, lo que dificulta el análisis económico en tiempo real. A pesar de esto, la existencia de una batería de indicadores con periodicidad mensual, de muy diverso género (expectativas o actividad sectorial, gasto, empleo o precios, entre otros) permite compensar parcialmente este retardo estadístico.

La construcción de indicadores sintéticos pretende superar este problema, conjugando esta información para lograr una señal del comportamiento global de la economía, obteniendo así un conocimiento más temprano de la actividad en su conjunto.

Con este fin, se ha construido un indicador sintético de actividad (IA BBVA-Galicia) que pretende: por un lado, replicar la evolución del PIB regional que publica trimestralmente el Instituto Galego de Estadística (IGE) usando para ello indicadores parciales de frecuencia mensual. Por otro lado, el indicador permite realizar previsiones de corto plazo del PIB trimestral a partir de las estimaciones individuales de los indicadores parciales que componen el IA BBVA- Galicia.

Para construir el indicador, en primer lugar, se busca dentro de una serie de indicadores provenientes de fuentes nacionales (y regionales) aquellos que, siendo publicados con periodicidad mensual, presenten una mayor correlación con el indicador que tratamos de replicar. En este caso se utilizan datos de sector exterior (importaciones y exportaciones), mercado laboral (afiliación y paro registrado), servicios (indicador de actividad del sector servicios), gasto (comercio minorista y matriculaciones), construcción (visados de

obra), industria (índice de producción industrial), turismo (pernoctaciones y viajeros) y confianza del consumidor. Algunos de ellos presentan una elevada correlación con la actividad económica en su conjunto, como la Afiliación a la Seguridad Social, cuyo coeficiente es superior al 0,80 con el PIB trimestral (Gráfico 30).

Una vez seleccionados los indicadores que compondrán el IA BBVA-Galicia, se parte de las series brutas de los indicadores para evitar perder cierta información que contiene la evolución del PIB y que resulta eliminada cuando se calculan los componentes ciclo-tendencia o se corrige de variaciones estacionales para, posteriormente, convertir las series en estacionarias y estandarizarlas.

A continuación, a través de la metodología basada en el Análisis de Componentes Principales desarrollada por Stock y Watson⁴, que pretende aprovechar la existencia de una relación estable entre las distintas variables económicas, se calculan los autovalores y autovectores de las series. Finalmente, el indicador se obtiene como agregación de las combinaciones lineales obtenidas a partir de los autovalores y posteriormente se trimestraliza para poder compararlo con el PIB trimestral.

El resultado obtenido es un indicador de actividad que resume la información extraída de una batería de indicadores parciales, que replica la evolución del PIB trimestral pero con frecuencia mensual (Gráfico 31).

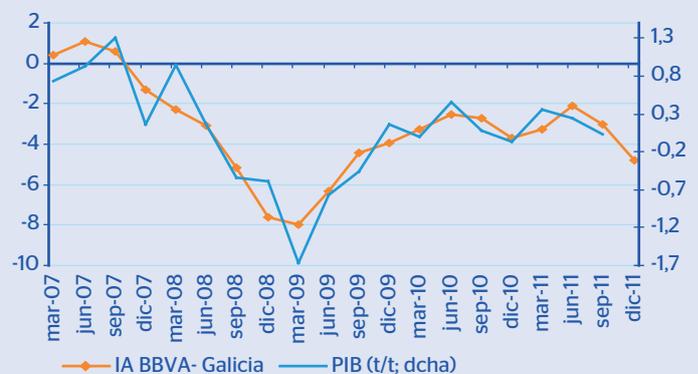
Incorporando la última información disponible al IA BBVA-Galicia, la economía gallega, tras haberse estancado en el tercer trimestre del año, podría incrementar su ajuste y alcanzar tasas negativas cercanas al -0,2% durante el último trimestre del año. Con esta evolución, la economía gallega podría crecer en el entorno del 0,6% durante 2011.

Gráfico 30
Galicia: PIB y afiliación a la SS (%)



Fuente: IGE, Ministerio de Trabajo y BBVA Research

Gráfico 31
Galicia: PIB e IA-BBVA



Fuente: INE, Datacomex, Ministerio de Trabajo, DGT, Datastream y BBVA Research

4: James H. Stock and Mark W. Watson. "Forecasting Using Principal Components From a Large number of Predictors" Journal of the American Statistical Association Dec. 2002, Vol.97, No 460, Theory and Methods.

Recuadro 2. El ahorro de los hogares en las comunidades autónomas

En el contexto actual de crisis y con un escenario de dificultades para la financiación, el desapalancamiento de los sectores privado y público se ha convertido en uno de los retos a los que se enfrenta la economía española. El nivel de apalancamiento alcanzado por el sector privado a lo largo de la expansión y posterior crisis (ver Gráfico 32) pone de manifiesto la existencia de desigualdades regionales relevantes, como consecuencia del impacto diferencial del sector inmobiliario (en el que se han dado lo mayores niveles de apalancamiento). Pero también se ve afectado por las diferencias existentes en el mercado laboral (tasa de temporalidad o peso del sector público en la economía) o estructuras demográficas (edad media de la población, peso de la inmigración) y niveles de renta. Todo ello puede también afectar al comportamiento de los demandantes de crédito y al nivel de apalancamiento buscado voluntariamente en la situación inicial.

Las capacidades de desapalancarse, invertir, o suavizar la evolución del consumo ante choques negativos de renta dependen del ahorro interior y de la acumulación del mismo en el pasado, es decir, de la riqueza del sector privado. Lo anterior, especialmente en un contexto como el actual, en el que el acceso al crédito se ve dificultado y el crecimiento de la renta es limitado. Por tanto, disponer de información que permita conocer cual es el nivel de ahorro del sector privado es primordial. Las diferencias regionales en todas las variables planteadas anteriormente para el comportamiento del crédito aconsejan, además, poder disponer de información regionalizada, dado que, en un contexto de mercados financieros cerrados y de dificultades para el acceso a la financiación como el actual, un menor nivel de ahorro es un factor limitativo más de la capacidad de crecimiento de la inversión. La información disponible no permite analizar la situación del ahorro en las empresas a nivel regional, por lo que los resultados que aquí se obtienen son parciales, al adentrarse exclusivamente en el sector de hogares. No obstante, los datos señalan la existencia de grupos de comunidades, con distinta propensión a ahorrar que muestran reacciones heterogéneas ante una misma situación y que posibilitan diferentes ritmos de salida de las mismas.

Partiendo de la definición que considera el ahorro bruto de los hogares como la diferencia entre la renta familiar bruta disponible (RFBD) y el gasto en consumo final de las familias (C)⁵, se han elaborado series de ahorro bruto de los hogares a nivel autonómico que cubren el periodo 1967 - 2010. A efectos de la modelización, a partir de los datos de C y RFBD del INE para el período 2000-2007⁶, se reconstruyen las series hacia atrás utilizando la base de datos BD MORES⁷, actualmente enlazada con la Contabilidad Regional Base 2000 -BDMORES b.2000 (dic2010). Hacia adelante (hasta 2010), la RFBD se estima mediante regresiones lineales, que tienen en cuenta la variación en el PIB de la Comunidad Autónoma, la evolución de la renta nacional de España y, si son necesarios, retardos de las mismas⁸, por lo que dichos resultados deben ser interpretados como estimaciones. En las comunidades con un mayor nivel de renta, el poder adquisitivo de sus hogares depende de las rentas generadas en la propia economía (v.g., PIB de la comunidad). En cambio, en las regiones con un menor nivel de renta, las transferencias adquieren una mayor relevancia, siendo la evolución de la renta de sus hogares relativamente menos dependiente de lo que ocurra en la economía a nivel local, y más dependiente de lo que se observa en el conjunto nacional⁹.

En esta proyección, un caso especial es el de Baleares: aquí, las dificultades para estimar las rentas procedentes del extranjero (típicamente, las pensiones o rentas percibidas por residentes extranjeros, estén estos empadronados o no) dan lugar a una subestimación de la renta¹⁰ que si bien no tiene impacto sobre el conjunto nacional dado el reducido tamaño de esta comunidad, sí desvirtúa los resultados que se pueden obtener en cuanto a la tasa de ahorro, que resultarían muy cercanos a cero, haciendo aconsejable eliminar Baleares del análisis¹¹. Por el contrario, en las regiones peninsulares los resultados pueden verse menos distorsionados por este efecto (ver Gráfico 33).

5: No se toman en consideración las variaciones en el ajuste por las reservas de pensiones, cuya cuantía es mínima.

6: 2000-2008 en el caso de la RFBD.

7: Disponible aquí: <http://www.sggpg.pap.meh.es/sitios/sgpg/es-ES/Presupuestos/Documentacion/paginas/basesdatos estudiosregionales.aspx>

8: Dado que ello implica una estimación no conjunta de los datos por CC.AA., los resultados obtenidos se consolidan y ajustan a los datos para el conjunto de la economía española, repartiendo los errores de modo proporcional al tamaño de cada una de las economías.

9: En este sentido, el papel de las transferencias afecta, como mínimo, a través de tres variables: los ingresos públicos autonómicos, los locales y los sistemas de reparto de prestaciones por desempleo y pensiones, en los que el cambio en el nivel de prestación percibido individualmente se determina a nivel nacional.

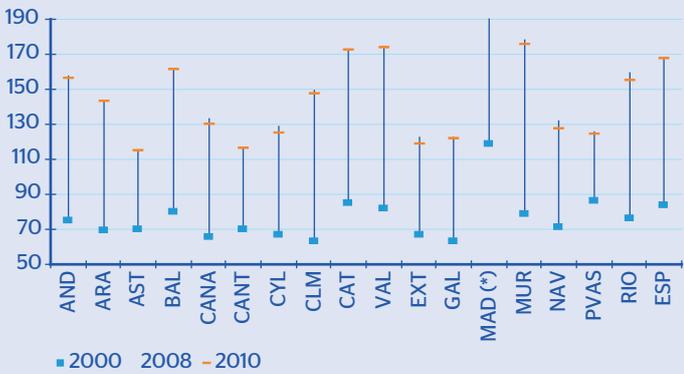
10: La mayor diversificación de la economía del resto de CC.AA. (incluida Canarias), frente a la fuerte especialización en turismo de Baleares, da lugar a que la renta de los hogares de las restantes regiones pueda ser mejor estimada. Por tanto, aunque esta subestimación podría reproducirse en otras comunidades con residentes extranjeros perceptores de renta, como las del arco Mediterráneo o las Islas Canarias, la incidencia de este aspecto puede considerarse reducida en las demás.

11: Ver Situación Consumo, BBVA Research (primer semestre 2010). Puede descargarse [aquí](#).

El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

Gráfico 32

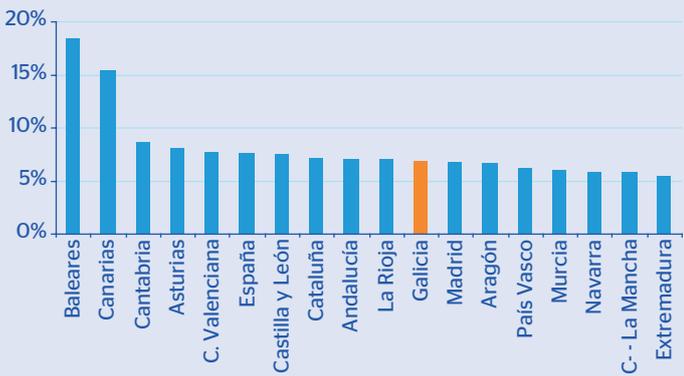
Crédito a Otros Sectores Residentes (% del PIB)



Nota: en Madrid el ratio se eleva hasta el 230% en 2008 y 2010, pero cabe considerar un efecto sede relevante en este ratio, dado que se incluye también el crédito empresarial
Fuente: BdE, INE y BBVA Research

Gráfico 33

Peso del sector turístico en los afiliados a la Seguridad Social. 2010



Fuente: MTIN, IET y BBVA Research

Para las proyecciones del consumo, algunas comunidades autónomas disponen de Contabilidad Trimestral Regional realizada con una metodología similar a la utilizada por el INE¹², por lo que se utiliza la evolución del consumo privado facilitado por la Comunidad como referencia para la estimación del consumo de los hogares de la Contabilidad Regional¹³. En aquellas CCAA en las que no se dispone de esta información, se ha modelizado la evolución del consumo

tomando como variables relevantes la renta de la comunidad autónoma, y la renta y el consumo del conjunto de España de los hogares. A partir de estos datos, se calcula el ahorro que, a efectos del análisis, se expresa como porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares.

En los últimos 30 años, la tasa de ahorro de los hogares españoles muestra una reducción continua, excepto en los periodos de crisis

Para el conjunto de España, y también para cada una de las comunidades autónomas, se observa una evolución común de la tasa de ahorro de los hogares: una ligera tendencia de caída prácticamente en todo el periodo 1967-2007, aunque se ve truncada con la crisis de los años 90 para retomar la senda descendente hasta el año 2008. Esto podría justificarse, al menos en parte, por diversas razones como podrían ser la caída de los tipos de interés reales hasta niveles negativos, por el aumento de la bancarización, o por la incorporación de la mujer al mercado de trabajo. Este comportamiento del ahorro se ve también reproducido en las comunidades autónomas. (los resultados de la serie 2000-2010 pueden observarse en el cuadro del Anexo) si bien en algunas de ellas de un modo claramente más marcado¹⁴.

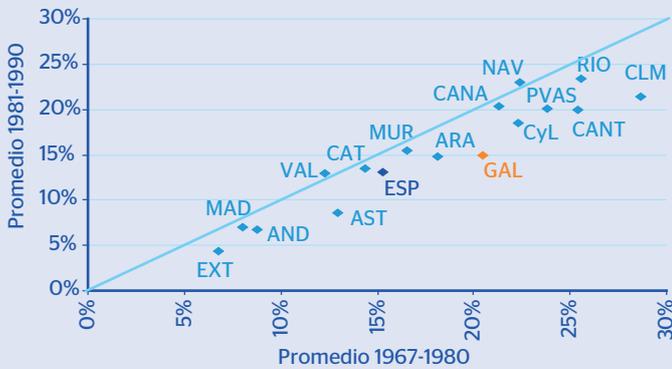
Un análisis temporal revela que, en la década de los ochenta, la tasa de ahorro fue inferior a la alcanzada en el periodo inmediatamente anterior en todas las comunidades autónomas, si bien esta caída es moderada. El cambio es más acusado cuando se compara el periodo 1981-1990 con el periodo 2000-2007, lo que se explica tanto por el periodo de expansión como por la transformación seguida por el sector financiero, con la ampliación de plazos en los créditos y los tipos de interés reales negativos. En este caso, solamente dos comunidades autónomas (Madrid y Extremadura) que partían de niveles de ahorro relativamente bajos en la década de los ochenta, incrementan su ahorro. En el periodo más reciente de crisis, en cambio, se observa un comportamiento distinto, y todas las comunidades autónomas (exceptuando el caso de Canarias donde, como ya se ha expuesto, podrían existir problemas de medición) muestran un incremento de la tasa de ahorro hasta tal punto que, en 2009, esta se sitúa en los máximos históricos de las series.

12: Ver al respecto Estimaciones en tiempo real del PIB regional: un análisis de los resultados de Galicia. Situación Galicia (mar 11), BBVA Research. Se puede descargar [aquí](#).
13: La aproximación no es exacta, dado que el consumo privado incluye también el de las Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFSLH), pero dado el bajo peso de estas, puede considerarse una buena proxy de la evolución del consumo de los hogares.
14: Los determinantes del ahorro a nivel regional forman parte de una de las líneas de análisis en marcha en BBVA Research, cuyos resultados se irán ofreciendo en próximas publicaciones.

El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

Gráfico 34

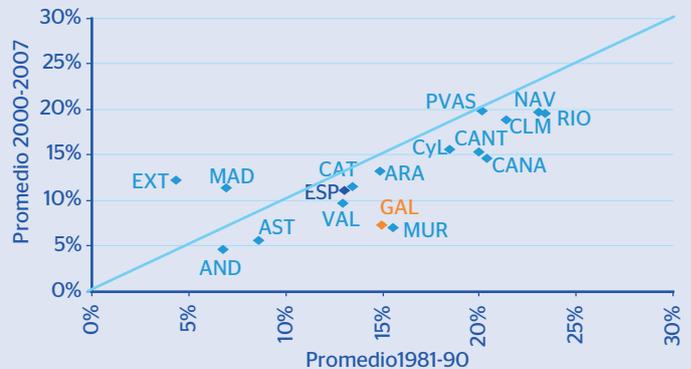
Tasa de ahorro de los hogares (% de la RFBD) 1967-80 vs. 1981-90



Fuente: INE BD Mores y BBVA Research

Gráfico 35

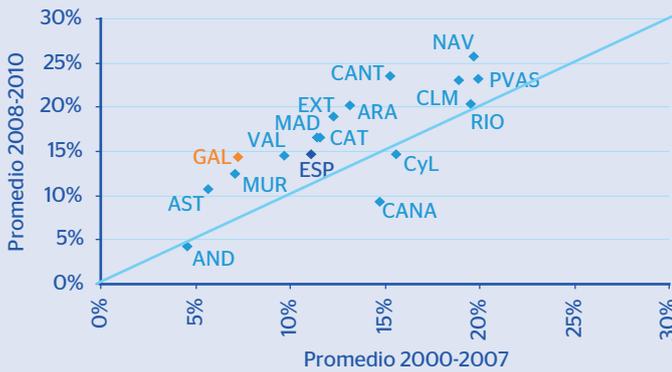
Tasa de ahorro de los hogares (% de la RFBD) 1981-1990 vs. 2000-2007



Fuente: INE BD Mores y BBVA Research

Gráfico 36

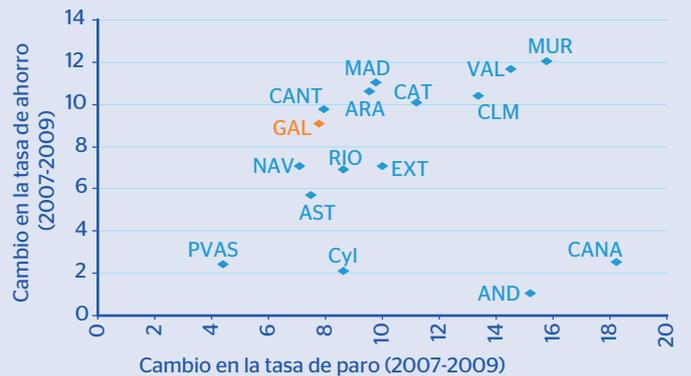
Tasa de ahorro de los hogares (% de la RFBD) 2000-2007 vs. 2008-2010



Fuente: INE BD Mores y BBVA Research

Gráfico 37

Cambios en la tasa de ahorro y la de paro



Fuente: INE BD Mores y BBVA Research

Otra de las cuestiones que se puede observar es una fuerte inercia en el comportamiento ahorrador si se analiza por comunidades autónomas. Así, las comunidades del norte de España tienden a tener una mayor propensión ahorradora, mientras que las del Sur, y a lo largo de todo el periodo analizado, tienden a mostrar un comportamiento menos ahorrador.

Finalmente, también se observa que el incremento del ahorro, medido como el cambio en la tasa, no siempre muestra un comportamiento similar, siendo -en general- más elevado en aquellas regiones en las que el choque experimentado es mayor. Así, un mayor aumento en la tasa de paro ha inducido a un mayor aumento de la tasa de ahorro. Los casos específicos de Canarias y Andalucía, en las que no se produce dicho aumento, podrían estar mostrando que la relación no es lineal: la magnitud del deterioro del mercado laboral ha sido tal que ha hecho imposible incrementar dicha tasa de ahorro.

El caso de Galicia

Desde 1987, la renta de los hogares gallegos se ha incrementado a un ritmo del 6,2% anual, lo que supone medio punto menos de crecimiento al año que la media nacional. No obstante, el distinto comportamiento demográfico posibilitó que se obtuviera un mayor incremento de la renta bruta disponible per cápita (6,3% de media anual en Galicia, frente a un 5,8% en el conjunto de España). Este hecho, junto a la consecución de tasas de paro sustancialmente inferiores a la media durante el periodo expansivo, y la existencia de una tasa de temporalidad relativamente elevada en el mercado de trabajo, que dificulta la generación de ahorro, son factores que podrían contribuir a explicar por qué, durante el periodo expansivo, la tasa de ahorro de los hogares gallegos se redujo sustancialmente por debajo de la media.

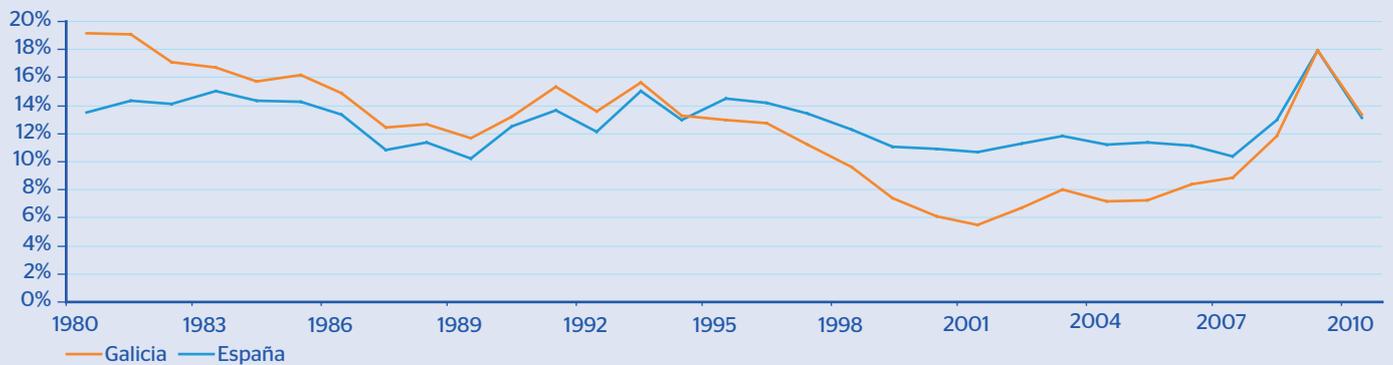
Galicia es una de las comunidades en las que se observa un cambio relevante en la tasa de ahorro, que pasa de niveles cercanos al 20% de la RFBD a principios de los 80 a niveles

entre el 5 y 10% entre 2000 y 2007. Efectivamente, la crisis iniciada en 2008 altera bruscamente el comportamiento de los hogares, con una primera reacción de ahorro precautorio que podría haber elevado la tasa hasta alrededor del 18% tanto en Galicia como en el conjunto de España. Ello supuso volver a situar la tasa de ahorro en niveles comparativamente elevados, que en la UE sólo habrían sido superados por los de Bélgica. Galicia se encuentra en un grupo intermedio en cuanto a la propensión a ahorrar junto con Madrid, Cataluña y Valencia.

En 2010, la continuación del proceso de desapalancamiento de los hogares habría implicado que la tasa de ahorro se mantuviera en niveles cercanos a los alcanzados tras la crisis de los años noventa. No obstante, la conjunción de esta evolución con el menor nivel de apalancamiento alcanzado por el conjunto del sector privado de su economía permite considerar que el papel de esta restricción, para la economía gallega, podría ser menos relevante que para el conjunto de la economía española, facilitando por esta vía una mayor capacidad de crecimiento.

Gráfico 38

Tasa de ahorro bruto de los hogares



Fuente: INE BD Mores y BBVA Research

Cuadro 5

Tasa de ahorro de los hogares (% de la renta disponible)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008e | 2009e | 2010e |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Andalucía | 4,1 | 4,3 | 5,1 | 5,7 | 4,8 | 5,7 | 3,9 | 3,2 | 3,5 | 4,3 | 5,1 |
| Aragón | 12,6 | 11,6 | 13,3 | 13,4 | 12,8 | 13,6 | 14,4 | 13,8 | 17,9 | 24,4 | 18,4 |
| Asturias | 4,5 | 3,7 | 4,3 | 4,6 | 4,3 | 6,6 | 8,4 | 9,0 | 11,2 | 14,7 | 6,5 |
| Canarias | 20,9 | 18,8 | 16,5 | 15,9 | 12,8 | 11,3 | 11,5 | 9,9 | 11,2 | 12,5 | 4,3 |
| Cantabria | 11,0 | 11,5 | 14,0 | 16,0 | 15,8 | 17,6 | 18,8 | 17,6 | 21,5 | 27,4 | 21,5 |
| C. y León | 15,6 | 16,2 | 15,3 | 15,4 | 15,1 | 15,5 | 16,1 | 15,4 | 15,9 | 17,5 | 10,7 |
| C. - La Mancha | 18,1 | 18,2 | 20,3 | 21,4 | 19,7 | 18,9 | 18,0 | 16,6 | 20,8 | 26,9 | 21,3 |
| Cataluña | 11,0 | 10,5 | 11,2 | 12,6 | 12,1 | 12,4 | 11,8 | 10,8 | 14,8 | 20,9 | 14,2 |
| Valencia | 11,2 | 10,5 | 11,0 | 11,4 | 9,7 | 8,0 | 8,0 | 7,4 | 12,1 | 19,1 | 12,5 |
| Extremadura | 10,0 | 10,7 | 11,5 | 12,5 | 12,4 | 13,6 | 13,5 | 13,8 | 18,3 | 20,9 | 17,7 |
| Galicia | 6,1 | 5,5 | 6,7 | 8,0 | 7,2 | 7,3 | 8,4 | 8,8 | 11,9 | 17,9 | 13,4 |
| Madrid | 10,3 | 10,4 | 11,2 | 11,5 | 12,4 | 12,4 | 12,6 | 10,8 | 12,3 | 21,8 | 15,9 |
| Murcia | 4,8 | 6,1 | 10,7 | 9,3 | 6,7 | 8,0 | 5,8 | 5,3 | 9,9 | 17,3 | 10,3 |
| Navarra | 17,7 | 18,2 | 19,6 | 19,9 | 19,8 | 21,0 | 20,2 | 20,9 | 25,1 | 28,0 | 24,0 |
| País Vasco | 17,9 | 18,4 | 19,3 | 20,4 | 20,3 | 20,5 | 21,3 | 21,3 | 22,7 | 23,7 | 23,4 |
| La Rioja | 22,2 | 20,5 | 20,3 | 20,2 | 19,4 | 18,4 | 18,8 | 16,6 | 19,5 | 23,5 | 18,3 |
| España | 10,9 | 10,7 | 11,3 | 11,8 | 11,2 | 11,4 | 11,1 | 10,4 | 13,0 | 18,0 | 13,1 |

(e) Estimación BBVA Research

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BD Mores

Recuadro 3. Encuestas de actividad económica y tendencias de negocio y gasto en Galicia

Una nueva herramienta de análisis de la economía gallega, desarrollada por BBVA Research y la Territorial Noroeste de BBVA

En el tercer trimestre de 2011, BBVA Research ha iniciado en Galicia (y también en las comunidades de Asturias y Castilla y León) la elaboración de unas encuestas a la red de oficinas para dar continuidad a uno de sus proyectos más relevantes de análisis regional. Las encuestas de Análisis Económico y Tendencias de Negocio y Gasto, que ya se realizan en 13 Comunidades Autónomas, pretenden ofrecer una herramienta de análisis que incluya una información actual y recurrente sobre la evolución de los principales indicadores económicos, así como de las principales tendencias del sector financiero que afectan a los agentes de esta región.

Hasta el momento, la experiencia acumulada en otras regiones (más de 20 años en Cataluña, y más de cuatro en Andalucía y Extremadura) comienza a confirmar la eficacia de esta herramienta, configurándose así como un importante indicador temprano del comportamiento de la economía regional dadas tres cualidades destacables:

- **Actualidad:** la encuesta permite conocer en "tiempo real" y de manera trimestral el pulso económico de Galicia.
- **Utilidad Predictiva:** Los resultados de las encuestas en otras comunidades avalan la utilización de los resultados que se obtienen como predictor de la situación actual y futura de la economía
- **Especificidad:** los resultados de las encuestas ofrecerán una información cada vez mayor sobre la evolución de la actividad económica y las tendencias de negocio y gasto de los hogares, no sólo en el conjunto de la economía regional y para cierto detalle sectorial, sino también en ámbitos geográficos más reducidos.

Las encuestas pretenden obtener información sobre la evolución y perspectivas de los principales indicadores de la zona de influencia de cada oficina. A través de un sencillo cuestionario con preguntas que varían entre tres y cinco opciones de tipo cualitativo se pregunta por la evolución de indicadores como actividad, empleo, inversión por sectores, la demanda de crédito o la situación general y personal de los clientes de la zona, entre otras variables.

Las Encuestas de Actividad y Tendencias de Negocio y Gasto señalan que el recrudescimiento de la crisis financiera habría impactado en la actividad en Galicia

La actividad económica de las CCAA de Galicia podría haberse ralentizado en el tercer trimestre del año como consecuencia del recrudescimiento de la crisis financiera, los problemas con la deuda soberana europea y la ralentización de las economías de nuestro entorno. Además, las expectativas de actividad para el siguiente trimestre confirman esta ralentización de la economía, en línea con lo que sucede en el entorno económico relevante para la región.

A pesar de esto, dentro de la negatividad, la encuesta refleja tanto una elevada heterogeneidad regional como sectorial. Desde el punto de vista regional las encuestas muestran un comportamiento diferenciado entre todas las CCAA en las que se realiza la encuesta que apunta a que este proceso de ajuste no estaría siendo tan intenso en Galicia en relación a la percepción de los encuestados en otras CCAA. En particular, los encuestados sitúan a Galicia en el grupo de CCAA con una percepción menos negativa de la actividad junto a Madrid, Cantabria y Cataluña¹⁵.

Por su parte, en términos de expectativas se observa una situación algo distinta. Para el cuarto trimestre de 2011, Galicia pasaría a formar parte del grupo de CCAA más pesimistas, en el que se mantiene Asturias junto a Navarra.

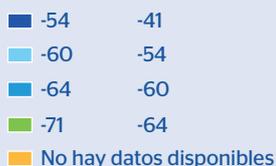
Estos resultados contrastan con la información extraída de las estadísticas oficiales que nos llevan a tener una visión de la economía gallega en línea con la media nacional, es decir, los encuestados parecían ser más optimistas respecto al comportamiento en el tercer trimestre, mientras que la caída en el cuarto podría ser algo más brusca de lo esperado para el conjunto de la economía española. Ello sería consistente, entre otras cosas, con los datos del sector exportador, que hasta entonces venían mostrando un mayor dinamismo, pero que parecen haber experimentado también una mayor corrección.

¹⁵: Para solucionar un posible problema en las comparaciones interregionales derivado de la diferente visión por parte de los encuestados de una situación similar entre CCAA, se procederá a la normalización de los resultados para cada área cuando se disponga de una historia suficientemente larga para poder realizar esta depuración estadística.

Gráfico 39

**Mapa 1: encuesta de Actividad Económica.
Situación en el tercer trimestre de 2011**

Actividad económica
en el trimestre



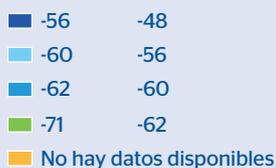
* Saldo de respuestas extremas (p.p.)

Fuente: BBVA

Gráfico 40

**Mapa 2: Encuesta de Actividad Económica.
Perspectiva para el cuarto trimestre de 2011**

Perspectivas para el
próximo trimestre



* Saldo de respuestas extremas (p.p.)

Fuente: BBVA

El turismo en Galicia, moderadamente optimista

Pero la heterogeneidad se observa también en los distintos sectores. Así, la negativa percepción de los encuestados sobre la actividad se materializa en un crecimiento del volumen de letras impagadas, en la negativa evolución del empleo y en unos niveles de inversión que se mantienen reducidos. Ello es consistente con nuestra visión de una economía que se desacelera en línea con el promedio nacional que aún se muestra incapaz de crear empleo

de manera sostenida, y en la que continua el proceso de desapalancamiento, tanto en los hogares como en las empresas. Sin embargo, en el lado positivo, esta heterogeneidad también supone que los encuestados observaron un buen comportamiento de algunos sectores durante el tercer trimestre del año, destacando el del turismo, a pesar de las caídas que aparecen reflejadas en las estadísticas oficiales por el efecto base generado con el Xacobeo en 2010¹⁶.

Cuadro 6

Cuadro Resumen de la Actividad Económica Galicia (% de respuestas)

| | Aumenta | Estable | Baja | Saldo(*) |
|---------------------------------------|---------|---------|------|----------|
| Actividad Económica | 4 | 37 | 59 | -54 |
| Perspectiva para el próximo trimestre | 4 | 29 | 67 | -63 |
| Producción industrial | 0 | 49 | 51 | -51 |
| Cartera de pedidos | 5 | 32 | 63 | -59 |
| Nivel de estocs | 6 | 51 | 44 | -38 |
| Inversión en el sector primario | 1 | 40 | 59 | -58 |
| Inversión industrial | 5 | 44 | 52 | -47 |
| Inversión en servicios | 10 | 39 | 52 | -42 |
| Nueva construcción | 1 | 17 | 82 | -80 |
| Empleo industrial | 0 | 38 | 62 | -62 |
| Empleo en construcción | 13 | 33 | 54 | -41 |
| Empleo en servicios | 0 | 16 | 84 | -84 |
| Precios | 25 | 61 | 14 | 11 |
| Ventas | 3 | 34 | 63 | -61 |
| Turismo | 29 | 44 | 27 | 2 |
| Exportaciones | 13 | 53 | 34 | -21 |

(*) Saldo de respuestas extremas (p.p.)

Fuente: BBVA Research

Por su parte, uno de los resultados más destacables de la Encuesta de Tendencias de Negocio y Gasto apunta a que la demanda de crédito cayó en este trimestre respecto al trimestre anterior. Consistentemente con el rally en las primas de riesgo observado durante el mes de agosto y la posterior aplicación de algunas medidas por parte de las autoridades europeas, en el momento en que se lanzaron las encuestas (finales de septiembre), las perspectivas para el cuarto trimestre, aunque negativas, apuntaban a una visión menos pesimista que en el tercero.

16: La fuerte entrada de turistas relacionada con el Xacobeo generó un efecto base que dificulta el análisis de este sector en el año 2011, con lo que las tasas de crecimiento en relación al año anterior son negativas pese a no ser un año malo en términos turísticos, si no más bien lo contrario.

4. Evolución reciente de la financiación de las comunidades autónomas. El caso de Galicia¹⁷

Este apartado resume los resultados obtenidos en de la Fuente (2011), donde se construyen series homogeneizadas de financiación autonómica con criterios de caja y de devengo para las comunidades autónomas de régimen común durante el período 2002-2009¹⁸. Con el fin de facilitar las comparaciones entre regiones, la financiación se calcula "a competencias homogéneas" -esto es, incluyendo sólo los recursos destinados a financiar un nivel común y uniforme en el tiempo de competencias que incluye la gestión de la sanidad y de la educación pero no algunas competencias singulares (como las instituciones penitenciarias o la policía) que sólo han sido asumidas hasta el momento por determinadas comunidades. Por la misma razón, los ingresos correspondientes a Canarias incluyen los recursos adicionales que esta región obtiene fuera del sistema ordinario de financiación, gracias al peculiar Régimen Económico y Fiscal del que disfruta (los llamados Recursos REF), y los ingresos tributarios de las comunidades autónomas se contabilizan de una forma que intenta aproximar la recaudación que se habría obtenido de haberse aplicado una normativa común en todas ellas.

Las series distinguen entre la financiación definitiva que corresponde a cada comunidad autónoma en un año determinado con un criterio de devengo y los ingresos reales que ésta percibe "por caja" con cargo al sistema durante dicho ejercicio. En el caso de los tributos gestionados directamente por las comunidades autónomas, ambos conceptos coinciden, al menos, aproximadamente. En el caso de las transferencias estatales (ligadas por ejemplo al Fondo de Suficiencia) y de los impuestos gestionados por la Agencia Tributaria estatal (incluyendo el IRPF y el IVA), sin embargo, existe una diferencia que puede llegar a ser importante entre ambos conceptos. Lo que las comunidades ingresan realmente a lo largo del año t son una serie de entregas a cuenta basadas en las previsiones recogidas en los Presupuestos Generales del Estado que se pagan por doceavas partes mensuales así como, en algunos años, ciertos anticipos a cuenta de la financiación definitiva. La diferencia entre los ingresos definitivos que corresponden a cada región en el año t y las entregas a cuenta y anticipos percibidas por ésta a lo largo del ejercicio se calcula (y generalmente, aunque no siempre, se abona) dos años más tarde, una vez se dispone de todos los datos necesarios para realizar la liquidación del sistema. En ese momento es también cuando se abonan los Fondos de Convergencia, para los que la ley no prevé la existencia de entregas a cuenta. Por lo tanto, en el año t las regiones ingresan las entregas a cuenta correspondientes al ejercicio en curso y, en principio, la liquidación de $t-2$, mientras que la liquidación de t se realiza en $t+2$.

La evolución de la financiación agregada

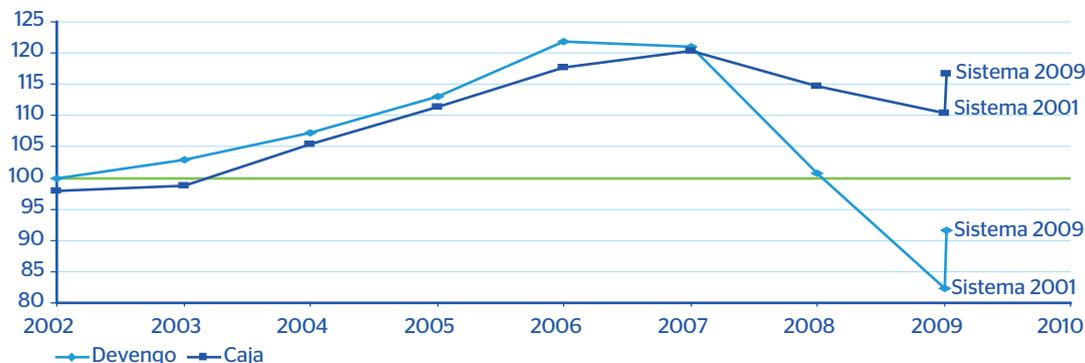
El Gráfico 41 resume la evolución de la financiación agregada a competencias homogéneas de las comunidades autónomas de régimen común entre 2002 y 2009. Para 2009 se muestran tanto los recursos por habitante a precios constantes que estos territorios habrían recibido con el anterior sistema de financiación (sistema 2001) como los que realmente han percibido con el nuevo modelo que comenzó a aplicarse en dicho año (sistema 2009).

17: Angel de la Fuente Instituto de Análisis Económico (CSIC)

18: de la Fuente, A. (2011). "La evolución de la financiación de las comunidades autónomas de régimen común, 1999-2009." BBVA Research, documento de Trabajo de próxima publicación. El trabajo y las series que en él se construyen están disponibles en: <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

Gráfico 41

Índice de financiación por habitante a competencias homogéneas a precios constantes financiación devengada por habitante en 2002 = 100



Fuente: de la Fuente, A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Institut d'Anàlisi Econòmica, CSIC, setembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

El gráfico ilustra dos hechos importantes. El primero es la gran sensibilidad de la financiación autonómica al ciclo económico. Y el segundo es que se ha retrasado durante dos años la caída de los ingresos autonómicos en términos de caja, lo que tiene su explicación tanto en la mecánica del sistema como en los errores de previsión del Gobierno Central¹⁹. Lo anterior ha permitido a los gobiernos regionales posponer el inicio de los ajustes exigidos por la crisis actual más de lo que habría sido prudente.

Durante el período de expansión comprendido entre 2002 y 2006, la financiación definitiva a competencias homogéneas por habitante, medida a precios constantes de 2002, aumentó en un 22%. Esto fue posible gracias a una especie de burbuja fiscal que ha tenido mucho que ver con el *boom* de la vivienda, pero no sólo con él. Durante el mismo período, los componentes más volátiles de la base tributaria (incluyendo no sólo las rentas gravadas sino también el gasto sujeto a tributación, como la compra de vivienda) se dispararon al alza en más de 15 puntos del PIB, con el consiguiente aumento de los ingresos tributarios autonómicos y estatales.

Tras 2007, sin embargo, cambiaron las tornas. La relación entre la base tributaria y el PIB vuelve de golpe a niveles más normales y la recaudación tributaria se desploma. También lo hace, lógicamente, la financiación autonómica, que está ligada a los ingresos tributarios estatales y regionales, aunque la disminución se difiere en dos años cuando se considera la financiación por caja porque el descenso de la recaudación tarda en trasladarse a las entregas a cuenta a las regiones. De no haber sido por los recursos adicionales que el Estado inyectó en 2009 con motivo del cambio de sistema, la financiación definitiva por habitante se habría reducido en un 32% en términos reales entre 2007 y 2009. La inyección de recursos que ha supuesto el nuevo acuerdo de financiación reduce esta caída en unos ocho puntos porcentuales. Aún así, la pérdida de recursos por habitante se sitúa por encima del 20% en sólo dos años en términos de devengo - pero sólo en el 3% en términos de caja, lo que implica que el grueso del *shock* de ingresos derivado de la crisis actual no había llegado a las finanzas autonómicas en 2009.

La financiación relativa por habitante ajustado

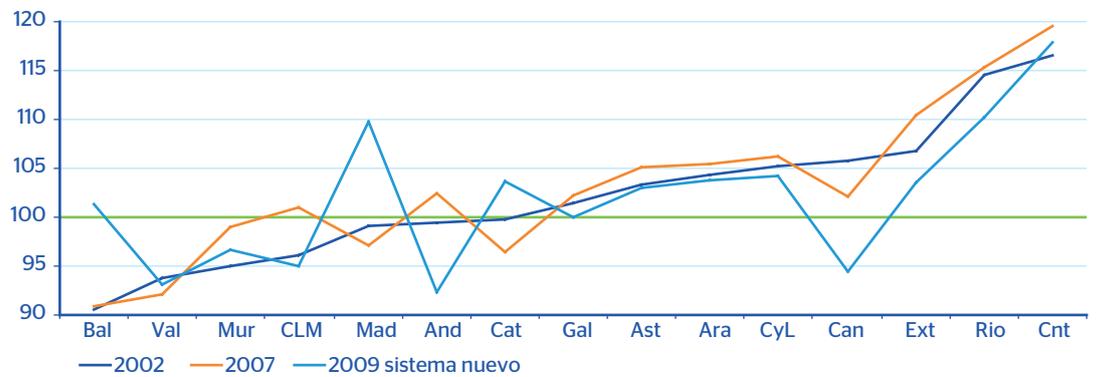
El Gráfico 42 muestra la distribución de la financiación a competencias homogéneas por habitante ajustado o por unidad de necesidad en 2002, 2007 y 2009²⁰.

19: Las entregas a cuenta a las regiones se fijan en base a las previsiones de recaudación recogidas en el proyecto de presupuestos generales del Estado. Por lo tanto, las caídas inesperadas de ingresos tributarios no afectan a la financiación por caja durante el ejercicio en curso sino dos años más tarde, cuando se practica la liquidación del sistema.

20: En el nuevo modelo de financiación se calcula un indicador de necesidades de gasto regionales, la llamada población ajustada, ponderando las poblaciones regionales por un factor que recoge (la estimación que hace el sistema de) el coste por habitante de prestar en cada región los servicios públicos de titularidad autonómica a un nivel uniforme de calidad. De esta forma se introduce una corrección por el hecho de que los costes por habitante de los servicios públicos serán mayores en las regiones más envejecidas o más extensas, por citar sólo dos de los factores relevantes. Al dividir la financiación por la población ajustada en vez de por la población real, se obtiene un indicador que recoge lo bien o mal financiada que está cada región mejor que la financiación por habitante.

Gráfico 42

**Índice de financiación a competencias
homogéneas por habitante ajustado 2002 vs. 2009 con el nuevo sistema**



Notas: Financiación con criterio de devengo. La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009. Fuente: de la Fuente A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

La comparación entre los resultados del nuevo modelo en 2009 y los de su antecesor en 2007 es particularmente relevante porque esta última referencia es seguramente la que ancla las expectativas con las que los gobiernos regionales abordaron las negociaciones para la última reforma del sistema, dado que la liquidación de 2007 era la última disponible en ese momento. Desde esta perspectiva, los cambios que observamos en la posición relativa de algunas regiones resultan preocupantes y sugieren que las presiones para una nueva reforma del sistema no tardarán mucho en intensificarse. Así, mientras que Cataluña, Baleares y Madrid ganan entre 7 y 13 puntos en estos dos años y pasan a situarse por encima de la media, Castilla la Mancha, Canarias y Andalucía pierden entre 6 y 10 puntos y caen desde niveles superiores a la media hasta las últimas posiciones del *ranking* de financiación por unidad de necesidad. En el caso de Galicia no se observan diferencias significativas entre el nuevo modelo de 2009 y los resultados de su antecesor en 2002 o 2007.

Es importante observar que los bruscos cambios en las posiciones relativas de algunas regiones que se observan entre 2007 y 2009 en el Gráfico 42 no se deben únicamente al desigual impacto territorial de la actual crisis y al reparto de los recursos adicionales inyectados por la Administración Central en el nuevo modelo, sino también a la interacción de la propia crisis con algunos elementos "técnicos" del sistema de financiación que seguramente convendría revisar.

El primer problema en este sentido es que el agregado de ingresos estatales netos al que están referenciadas las transferencias del Fondo de Suficiencia (el llamado ITEn) refleja de una forma perversa los errores de previsión que pueda cometer el Gobierno central a la hora de elaborar los Presupuestos Generales del Estado (PGE). La razón es que el ITEn se calcula en términos de caja, sustrayendo de los ingresos totales por IRPF, IVA e IIEE no los rendimientos definitivos de los tramos autonómicos de estos impuestos, sino la suma de las entregas a cuenta del año en curso y la liquidación abonada en el mismo, que generalmente es la correspondiente a dos años atrás. Si el Gobierno central es demasiado optimista, esto es, si sobrevalora los ingresos tributarios autonómicos y se excede en las entregas a cuenta, el ITEn será menor de lo que lo habría sido en ausencia del error de previsión, lo que se traducirá en una reducción del Fondo de Suficiencia que tendrá efectos muy desiguales sobre las distintas regiones dependiendo del peso de este Fondo en los ingresos de cada una. En principio, el error se corrige por sí solo dos años más tarde. Cuando las comunidades devuelven al Estado el exceso de entregas a cuenta del año t en la liquidación que se practica en t+2, el ITEn de este último año se incrementará en la misma cuantía en la que se había reducido el ITEn del año t como resultado del error de previsión.

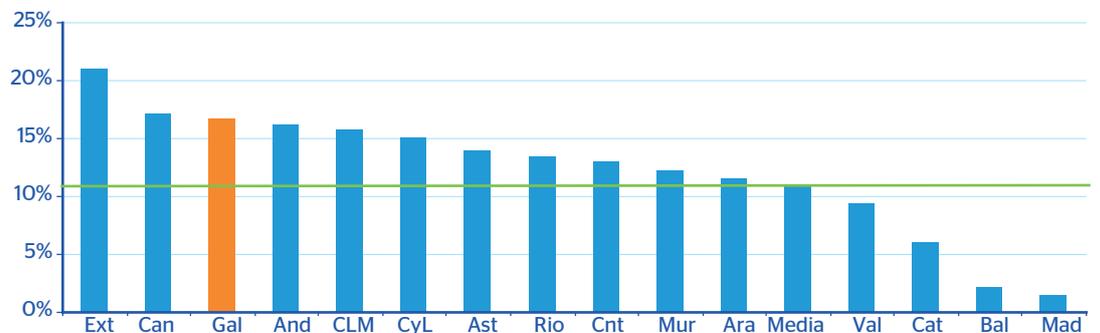
En condiciones normales, por tanto, el problema que esto supone no es grave porque los errores de previsión suelen ser relativamente reducidos excepto en los momentos de cambio de ciclo y se compensan automáticamente en el plazo de dos años. Sin embargo, en 2009 concurren dos circunstancias que hacen que las cosas sean muy distintas. La primera es que el error de previsión ha sido enorme (la recaudación por los impuestos que integran el ITEn se ha quedado casi 35.000 millones por debajo de lo previsto en los PGE). Y la segunda es que se trata del año base efectivo de un nuevo sistema muy distinto en algunos aspectos de su antecesor. Puesto

que las transferencias del Fondo de Suficiencia tendrán un peso muy inferior en el nuevo sistema, la distorsión generada por el error de previsión de 2009 no desaparecerá en dos años sino que tendrá un efecto permanente sobre la financiación de las regiones afectadas, que en algunos casos iniciarán su andadura en un nuevo sistema dotado de una considerable inercia en una posición relativa muy distinta de la esperada en el momento de la negociación del mismo.

Una segunda complicación con implicaciones similares a las del problema que se acaba de describir surge porque los ingresos autonómicos son también sensibles a ciertas medidas de estímulo fiscal que el Gobierno central adoptó o mantuvo durante 2009, incluyendo la deducción de 400 euros en el IRPF para las rentas del trabajo y asimiladas y las pérdidas de recaudación del IVA debidas a la agilización de las devoluciones y a las mayores facilidades ofrecidas para conceder aplazamientos. El problema no es, ciertamente, que el Gobierno central pueda adoptar medidas de impulso fiscal en un período recesivo, sino que la estructura del sistema de financiación y el cambio en su año base hacen que tales medidas tengan efectos digamos accidentales sobre toda la senda futura de la financiación regional.

Gráfico 43

Reducción de los ingresos autonómicos a competencias homogéneas en 2009 debida a causas técnicas como % de la financiación total a competencias homogéneas con el nuevo sistema de financiación



Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

El Gráfico 43 resume el impacto conjunto de estas medidas y de los errores de previsión sobre la financiación de las distintas comunidades autónomas en 2009 bajo el antecesor del sistema actual - un efecto que se traslada directamente al nuevo sistema a través de su cláusula de *statu quo*, que garantiza que ninguna comunidad pierda recursos con el cambio de modelo. En su conjunto, estos factores redujeron la financiación total de las comunidades de régimen común en 2009 en 9.822 millones de euros, o un 10,86% de su financiación total a competencias homogéneas con el nuevo sistema. Casi tres cuartas partes de esta cantidad provienen de la reducción del Fondo de Suficiencia y afectan por tanto a las distintas comunidades en proporción a sus respectivas participaciones en ese Fondo. Por consiguiente, las comunidades más dependientes del mismo, que son generalmente las de menor renta, han sido las más perjudicadas por los efectos que estamos analizando. Así, Extremadura, Canarias, Galicia, Andalucía y las dos Castillas han visto reducida su financiación en más de un 15%, mientras que Madrid, Baleares y Cataluña sólo han perdido entre un 1,5% y un 6% de sus recursos a competencias homogéneas.

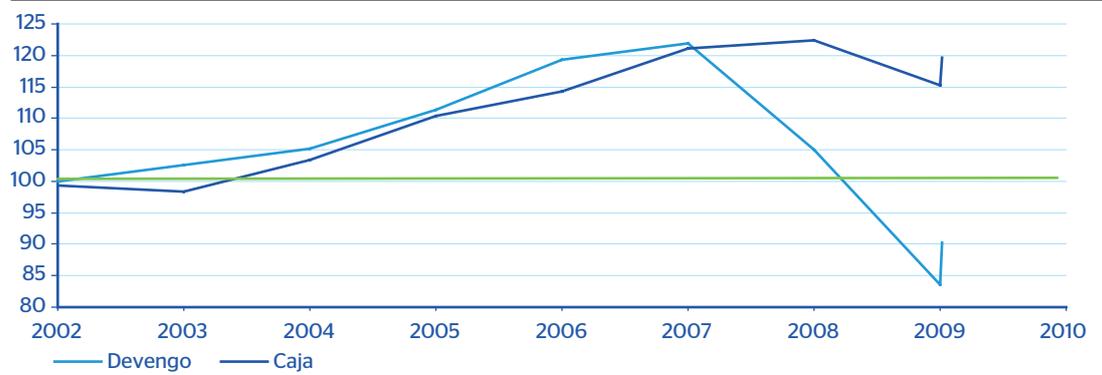
En algún sentido, el efecto neto de las distorsiones cuantificadas en el Gráfico 43 sobre las dos colas de la distribución de la financiación por habitante ajustado que se describe en el Gráfico 42 ha de considerarse positivo pues éstas han contribuido a acercar a la media algunas de las regiones mejor y peor financiadas bajo el sistema anterior (como Extremadura, Cantabria, la Rioja y Castilla y León en la parte alta de la distribución y Baleares y Valencia en la parte baja). En la zona central de la distribución, sin embargo, las distorsiones acentúan la caída de Canarias, Castilla la Mancha, Murcia y Andalucía hasta niveles claramente inferiores a la media. En cualquier caso, lo que no parece muy razonable es que la posición inicial de las regiones en el nuevo sistema se vea afectada por factores digamos accidentales que en buena medida constituyen una externalidad asociada a decisiones del Gobierno central y que difícilmente podían haber sido previstos durante la negociación del Acuerdo para la reforma del sistema.

El caso de Galicia

Los Gráficos 44 y 45 resumen la situación de la comunidad autónoma gallega. El primero de ellos muestra un patrón muy similar al observado en el conjunto de las comunidades de régimen común: una dramática caída de la financiación devengada por habitante ajustado medida en términos reales entre 2007 y 2009 que todavía no se había trasladado a la financiación por caja en este último año. En el caso gallego, el contraste entre la evolución de ambas magnitudes es algo mayor que en el promedio nacional, pues el descenso de la financiación real por habitante ajustado es algo más acusado (del 25,9% frente al 24,3%) mientras que el de la financiación por caja es sensiblemente menor (1,2% frente a 31%). Así pues, el sistema ha preservado a Galicia del shock de ingresos derivado de la crisis aún más que a la comunidad media - pero esto también implica que, comenzando en 2010, a la región le toca realizar un ajuste más abrupto que la media para garantizar la sostenibilidad de sus cuentas.

Gráfico 44

Financiación de Galicia a competencias homogéneas por habitante ajustado a precios constantes de 2002



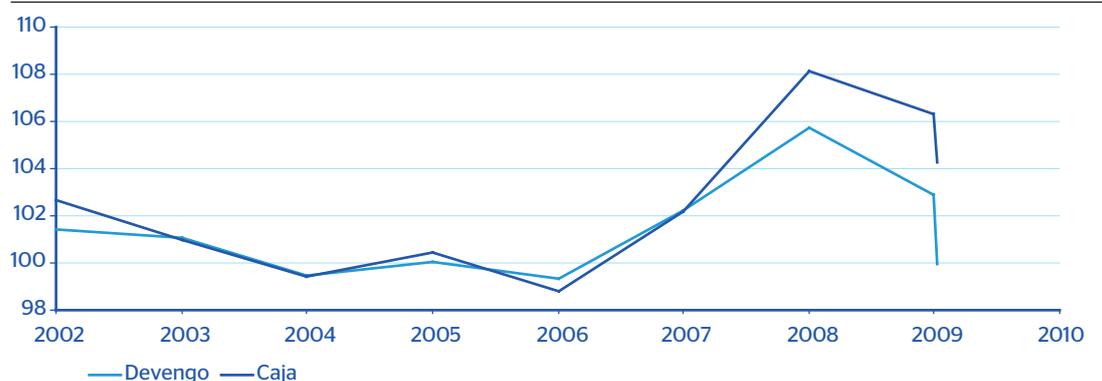
Nota: La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009.

Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

Mirando hacia atrás, el Gráfico 45 muestra que la financiación gallega ha oscilado en torno a la media nacional durante la mayor parte del período analizado, situándose en promedio ligeramente por encima de esta referencia. En 2007 y 2008, la posición relativa de la comunidad mejora apreciablemente gracias, al menos en parte, a una caída relativamente moderada del sector inmobiliario durante estos años del comienzo de la crisis. Finalmente, 2009 ha sido un año muy negativo para la financiación gallega, que se desploma casi seis puntos en términos de devengo. Como hemos visto, la región ha sido una de las más perjudicadas por la reducción del Fondo de Suficiencia del viejo sistema 2001 y no ha estado entre las más beneficiadas por la introducción del nuevo sistema. Una vez más, la caída es sensiblemente menor en términos de caja- lo que, como hemos visto, tiene también su lado negativo cuando miramos hacia delante.

Gráfico 45

Índice de financiación por habitante a competencias homogéneas conjunto de comunidades de régimen común = 100



Nota: La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009.

Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

El Servicio de Estudios
 del Grupo BBVA

5. Cuadros

Cuadro 7

España y UEM: previsiones macroeconómicas

| (Crecimiento anual, %) | 2008 | | 2009 | | 2010 | | 2011 | | 2012 | |
|------------------------------------|--------|------|--------|-------|--------|------|--------|------|--------|------|
| | España | UEM | España | UEM | España | UEM | España | UEM | España | UEM |
| Consumo de los Hogares | -0,6 | 0,3 | -4,3 | -1,2 | 1,3 | 0,8 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,7 |
| Consumo AA,PP. | 5,8 | 2,3 | 3,2 | 2,5 | -0,7 | 0,5 | -0,3 | 0,3 | -2,7 | 0,1 |
| FBCF | -4,8 | -1,2 | -16,0 | -12,0 | -7,5 | -1,0 | -5,1 | 2,4 | -0,6 | 1,7 |
| Equipo y Otros Productos | -3,0 | 0,8 | -21,2 | -16,2 | -2,1 | 3,1 | -0,5 | 5,0 | 2,8 | 3,0 |
| Construcción | -5,9 | -2,6 | -11,9 | -8,7 | -11,1 | -4,1 | -8,7 | -0,4 | -3,2 | -0,4 |
| Vivienda | -10,7 | -5,3 | -24,5 | -11,3 | -16,5 | -3,6 | -7,4 | 1,5 | 0,9 | -0,1 |
| Demanda nacional (*) | -0,6 | 0,3 | -6,4 | -3,5 | -1,1 | 1,0 | -1,0 | 1,0 | -0,4 | 0,8 |
| Exportaciones | -1,1 | 0,7 | -11,6 | -12,9 | 10,3 | 10,6 | 10,1 | 6,1 | 5,1 | 2,5 |
| Importaciones | -5,3 | 0,7 | -17,8 | -11,7 | 5,5 | 8,9 | 3,0 | 4,7 | -0,3 | 2,1 |
| Saldo exterior (*) | 1,5 | 0,0 | 2,7 | -0,7 | 1,0 | -0,8 | 1,8 | 0,7 | 1,4 | 0,3 |
| PIB pm (% a/a) | 0,9 | 0,3 | -3,7 | -4,2 | -0,1 | 1,7 | 0,8 | 1,7 | 1,0 | 1,0 |
| Pro-memoria | | | | | | | | | | |
| PIB sin inversión en vivienda | 2,0 | 0,6 | -1,9 | -3,8 | 0,9 | 2,0 | 1,2 | 1,7 | 1,0 | 1,1 |
| PIB sin construcción | 2,3 | 0,7 | -2,1 | -3,7 | 1,7 | 2,4 | 2,2 | 1,9 | 1,6 | 1,2 |
| Ocupación total (EPA) | -0,5 | 0,9 | -6,8 | -1,8 | -2,3 | -0,5 | -1,7 | 0,3 | -0,8 | 0,6 |
| Tasa de paro (%Activos) | 11,3 | 7,6 | 18 | 9,4 | 20,1 | 10,4 | 21,5 | 10,6 | 22,1 | 10,7 |
| Saldo por cuenta corriente (% PIB) | -9,6 | -1,1 | -5,2 | -0,8 | -4,5 | -0,5 | -4,5 | 0 | -3 | 0,2 |
| Saldo de las AA,PP. (%PIB) | -4,2 | -2 | -11,1 | -6,3 | -9,2 | -6,2 | -6,5 | -4,5 | -4,4 | -3,4 |
| IPC media anual | 4,1 | 3,3 | -0,3 | 0,3 | 1,8 | 1,6 | 3,1 | 2,6 | 1,2 | 1,6 |

Dato de cierre de previsiones: 28 de noviembre.

(*) Contribuciones al crecimiento del PIB.

Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

Cuadro 8

Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

Fecha cierre de previsiones: 28 de Noviembre de 2011

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

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

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)

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

Fecha cierre de previsiones: 28 de Noviembre de 2011
 Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

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

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

Fecha cierre de previsiones: 28 de Noviembre de 2011
 Fuente: BBVA Research

Cuadro 11

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

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

Fecha cierre de previsiones: 28 de Noviembre de 2011
 Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:*Economista Jefe Economías Desarrolladas***Rafael Doménech**

+34 91 537 36 72

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

+34 91 374 39 61

miguel.cardoso@bbva.com

Juan Ramón García

+34 91 374 33 39

juanramon.gi@bbva.com

Miguel Pérez

+34 91 374 75 28

m.perezvillaseca@bbva.com

Camilo Andrés Ulloa

+34 91 537 84 73

camiloandres.ulloa@bbva.com

Anabel Arador

+ 34 93 401 40 42

ana.arador@grupobbva.com

Félix Lores

+34 91 374 01 82

felix.lores@bbva.com

Virginia Pou

+34 91 537 77 23

virginia.pou@bbva.com

Joseba Barandiaran

+34 94 487 67 39

joseba.barandia@bbva.com

Antonio Marín

+34 648 600 596

antonio.marin.campos@bbva.com

Leticia Riva

+34 91 374 62 66

leticia.riva@bbva.com

Mónica Correa

+34 91 374 64 01

monica.correa@bbva.com

Myriam Montañez

+34 954 24 74 8

miriam.montanez@bbva.com

Pep Ruíz

+34 91 537 55 67

ruiz.aguirre@bbva.com

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

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

Joaquín Vial

jvial@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@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Juan Ruíz

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

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

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

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

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com