

Situación España

Primer trimestre 2012
Análisis Económico

- **2012: crecimiento heterogéneo en Europa**, que se descuelga del resto del mundo.
- **Ajuste fiscal en Europa:** sostenido y riguroso para ser creíble, y equilibrado para no agravar la recesión.
- **España, nuevamente en recesión**, ante el reto de evitar una intensa destrucción de empleo.
- **Mejorar las expectativas de crecimiento exige la misma ambición** en las reformas laboral y financiera que en la consolidación fiscal.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Desaceleración global y recesión en Europa.....	6
Recuadro 1: Los indicadores de desequilibrios estructurales de la Comisión Europea. Los casos de Portugal y España.....	10
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	12
Recuadro 2. Previsiones de crecimiento regional: se incrementa la dispersión.....	28
Recuadro 3. Consolidación fiscal: un paso hacia atrás, ¿dos hacia delante?.....	30
4. Cuadros.....	34

Fecha de cierre: 3 de febrero de 2012

1. Resumen

La economía mundial se desacelera...

El crecimiento económico mundial se redujo de manera intensa durante los últimos trimestres de 2011 como resultado de un crecimiento más débil en Europa (con una caída en el cuarto trimestre) y una ralentización en las economías emergentes. Sin embargo, los motivos de esta desaceleración en ambas áreas no podrían ser más diferentes. Mientras que Europa se resiente por la persistencia de las tensiones financieras, dada la falta de avances decisivos en la resolución de la crisis; el comportamiento de las economías emergentes es, entre otros motivos, el resultado de unas políticas más restrictivas, diseñadas para evitar su sobrecalentamiento.

... pero se prevé un mayor dinamismo en la segunda mitad de 2012

De cara al futuro, esperamos un repunte global en el segundo semestre de 2012, liderado por las economías emergentes, conforme sus políticas domésticas se vuelvan cada vez más favorables al crecimiento de la demanda interna. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, lo hará muy por encima de Europa, para la que se espera una caída del PIB del -0,5% en el conjunto del año y una recuperación lenta en 2013. Es importante señalar que estas proyecciones dependen de una resolución relativamente rápida de la crisis de deuda y una notable reducción de las tensiones financieras que eviten un efecto más agudo sobre el crecimiento. Las diferencias en las tasas de crecimiento entre el núcleo y la periferia de Europa seguirán siendo elevadas, en parte debido al fuerte ajuste fiscal y al desapalancamiento en el segundo grupo de países.

Los riesgos se mantienen a la baja a la espera de que las políticas europeas reduzcan las incertidumbres existentes

Aunque ha habido algunos avances desde octubre, la resolución definitiva de la crisis en Europa requiere una acción más decisiva en tres aspectos fundamentales. En primer lugar, las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser resueltas cuanto antes, de forma ordenada, llegando a un acuerdo con los tenedores de bonos del sector privado. Es importante que la reestructuración de Grecia se convierta, como adelantó la cumbre de octubre, en un caso aislado. Al mismo tiempo, los mecanismos creados para evitar el contagio a países solventes, pero con problemas de liquidez, deben aumentar su tamaño y flexibilidad para ser más efectivos. En segundo lugar, es indispensable la implementación de reformas estructurales que estimulen el crecimiento, incluidas las que mejoren la situación de las instituciones financieras sin causar un desapalancamiento brusco y una restricción crediticia. Finalmente, deben empezar a funcionar eficazmente los acuerdos en la gobernanza de la zona euro recientemente aprobados, para que sirvan como una hoja de ruta clara hacia una unión fiscal, fortalezcan la unión monetaria, prevengan futuras crisis y aumenten la credibilidad de las instituciones y países europeos.

En la medida que esta mejora de la gobernanza empiece a ser palpable, las instituciones europeas deberían fijar como objetivo la reducción del déficit estructural, y no del déficit nominal, o corriente, sin ajustar por el ciclo económico, para evitar políticas fiscales más procíclicas de lo estrictamente necesario, con los consiguientes efectos negativos sobre el crecimiento; y también para potenciar que las medidas de ajuste sean de carácter estructural.

La economía española ha entrado nuevamente en recesión

A la corrección de los desequilibrios de la economía española, se han sumado la caída de la confianza, la desaceleración del crecimiento de las exportaciones, la expectativa de un ajuste fiscal más intenso en 2012 como consecuencia del incumplimiento de los objetivos fiscales en 2011 y el deterioro de la actividad y, especialmente, del empleo durante el cuarto trimestre del año anterior. Así, se estima que 2011 habría finalizado con un crecimiento anual promedio del 0,7%.

La confirmación de un entorno de mayor incertidumbre supone el empeoramiento de diversos fundamentales relevantes para la evolución de la economía española. Por un lado, se estima que el acceso a la financiación continuará siendo poco holgado y más caro como consecuencia de la crisis de deuda financiera y bancaria en Europa. Por su parte, el aumento de las primas de riesgo,

junto con la implementación de planes fiscales más ambiciosos que los contemplados hace un año y la desaceleración que se ha observado en el comercio internacional, suponen una revisión importante de las perspectivas de crecimiento en Europa, lo que se traducirá en una demanda más débil para las exportaciones españolas. En lo que respecta a los factores domésticos, el principal cambio proviene de la desviación respecto al objetivo de déficit público. Pese a que el resultado final de todo lo anterior supone una revisión significativa a la baja del escenario de crecimiento para la economía española, existen algunos factores que actuarán como contrapeso. Por ejemplo, la política monetaria (y de liquidez) por parte del BCE es hoy más proclive a apoyar la demanda y la estabilidad financiera de lo que se esperaba hace tres meses, lo que unido al incremento en los diferenciales de crecimiento entre Europa y el resto del mundo, conllevarán un euro más débil, que podría acelerar las ganancias de competitividad de las empresas exportadoras.

Se espera una disminución del 1,3% del PIB en 2012 y una recuperación lenta en 2013, que puede acelerarse si las reformas estructurales anunciadas son lo suficientemente ambiciosas

En suma, se prevé que el PIB presente una caída en 2012 y que, bajo las circunstancias actuales, la recuperación sea lenta. Estas previsiones podrían cambiar si se lleva a cabo una implementación rápida y decisiva de políticas estructurales ambiciosas que, de ejecutarse de forma efectiva, generarían un ajuste menos doloroso (sobre todo, en términos de empleo), procurando las condiciones necesarias para una recuperación más pronta y robusta.

La desviación respecto al objetivo de déficit de 2011 ha sido una mala noticia para la credibilidad del conjunto de las administraciones públicas. Por lo tanto, se ha incrementado la urgencia de poner en marcha medidas que compensen la desviación observada en 2011, que garanticen que el incumplimiento de los compromisos no se va a repetir este año, que pongan en marcha mecanismos de control efectivos sobre las comunidades autónomas (principales infractoras) y que devuelvan, en suma, la credibilidad a las cuentas públicas.

A este respecto, la respuesta por parte del Estado ha sido contundente y bienvenida, pero insuficiente todavía para garantizar el cumplimiento de sus objetivos para este año. En lo referente a la Seguridad Social, su dependencia de la creación de empleo para generar ingresos y su rigidez en el gasto hacen poco probable la consecución de sus objetivos para este año.

Con la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria, España se anticipa a la aplicación del Tratado sobre Estabilidad que suscribirán 25 países europeos en el próximo Consejo

En lo concerniente al compromiso con la estabilidad de las finanzas públicas a medio plazo y el control sobre las comunidades autónomas, el Anteproyecto de Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria envía un mensaje claro y contundente al resto de socios europeos. España es de los primeros países en adoptar este tipo de legislación y, en principio, lo hará con un amplio consenso político. El Anteproyecto incluye varias propuestas que se han venido defendiendo desde esta publicación, como la definición de objetivos fiscales en términos del déficit estructural, la generalización de una regla fiscal a todos los niveles de las administraciones públicas, o el incremento en la transparencia de la información para la correcta evaluación de las políticas fiscales. Promueve, además, instrumentos prácticos y creíbles para incentivar el cumplimiento de dichas normas. Sin embargo, por el momento no se ha hecho pública la metodología que se utilizará para definir la posición cíclica de la economía. El establecimiento de una metodología clara y sencilla, que sea fácilmente reproducible y susceptible de ser evaluada externamente es también una condición necesaria para que la reforma tenga el éxito esperado. Más aún, se debe hacer explícito que el objetivo de déficit debe estar fijado en términos estructurales y evitar confusiones respecto a las condiciones que se deben cumplir para acelerar el proceso de reducción de deuda, de tal manera que la política fiscal no conlleve acciones procíclicas que potencien desequilibrios.

La nueva reforma del mercado de trabajo debe evitar que el ajuste en 2012 se concentre, nuevamente, en la destrucción de empleo

Las rigideces a las que se enfrentan empresas y trabajadores para modificar sus condiciones de trabajo provocaron que, entre 2007 y 2009, el ajuste en el mercado laboral español se concentrara en el empleo, en lugar de hacerlo en el número de horas trabajadas. Por este motivo, la apuesta por los mecanismos de flexibilidad interna, junto con la llamada a la moderación salarial y la promoción del pago por rendimiento -recogidas en el acuerdo para el empleo y la negociación colectiva 2012-2014- son bienvenidas, aunque insuficientes. La nueva reforma laboral debe impulsar decididamente la flexibilidad interna como alternativa a la destrucción de empleo. La situación en la que se encuentra el mercado laboral español, con una tasa de paro que se aproxima al 23%, requiere de medidas particularmente contundentes. En particular, es deseable eliminar las cláusulas de salvaguarda para evitar que incrementos transitorios de precios se trasladen a salarios y generen una espiral inflacionista a través de efectos de segunda ronda. Adicionalmente, debe modernizarse la estructura actual de la negociación colectiva y flexibilizarse el sistema de cláusulas de descuelgue salarial. Por lo tanto, el Gobierno debe hacer propuestas valientes, que vayan más allá de lo acordado hasta ahora por sindicatos y patronal, y que eviten que el deterioro esperado de la economía en 2012 vuelva a saldarse con una caída pronunciada del empleo.

Sistema financiero español: una reestructuración positiva que debe culminarse

El Ministro de Economía anunció el pasado 2 de febrero el Plan de Reestructuración del sistema financiero español. Las nuevas medidas suponen un avance en la medida que imponen un mayor esfuerzo de saneamiento de las carteras inmobiliarias y utilizan hipótesis más realistas de valoración de los activos. Estos requisitos, claramente más exigentes para las entidades, tendrán un mayor o menor impacto en la configuración del sector dependiendo de cómo se apliquen. Otro aspecto positivo del plan es que se minimiza el apoyo público, que se limita a posibles inyecciones de capital contingente, con remuneración de mercado, en las entidades que no puedan incrementar sus provisiones por sí mismas.

Para culminar de forma exitosa la reestructuración en curso es importante que, en su implementación, primen los objetivos de alcanzar un sistema financiero más eficiente, bien gestionado, sostenible en resultados y financiable en los mercados de capitales, todo lo cual exige posiblemente una menor atomización. Para ello, tras delimitar claramente qué entidades son inviables, hay que darles una solución definitiva; dando incentivos para que se produzcan las fusiones y adquisiciones adecuadas, según criterios de estricta eficiencia económica. Además, hay que acelerar el ajuste de la capacidad instalada, tanto en término de oficinas como de personal. Por último, se deben sentar las bases para que fluya el crédito para las actividades productivas, de forma que el necesario desapalancamiento no impida la financiación de los sectores y empresas con buenas perspectivas de futuro.

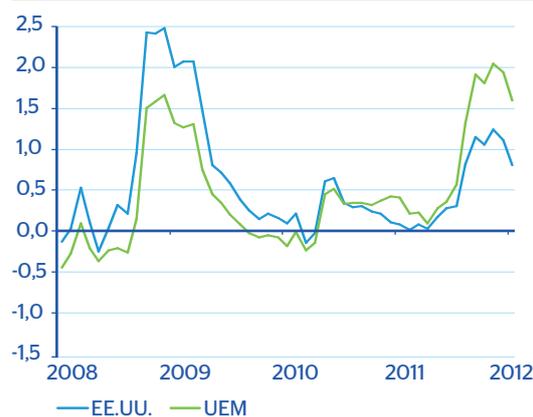
2. Desaceleración global y recesión en Europa

La economía mundial se desaceleró al final de 2011, pero se recuperará en la segunda mitad de 2012 apoyada en las economías emergentes

El crecimiento económico mundial se moderó de manera intensa en los últimos trimestres de 2011, salvo en EE.UU. Esto fue el resultado de un crecimiento más débil en Europa (con una caída del PIB ya en el cuarto trimestre) y de la desaceleración de las economías emergentes, que crecieron en torno al 1% trimestral a finales de 2011, su mínimo desde la crisis de 2008. Sin embargo, los determinantes de esta ralentización no pueden ser más diferentes en ambas áreas. Europa está empezando a sentir los efectos de unas tensiones financieras persistentemente elevadas desde septiembre (véase el Gráfico 1), dada la falta de avances importantes para resolver su crisis soberana y financiera. Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes, además de ser consecuencia del peor entorno internacional, es resultado de un tono menos acomodaticio de las políticas económicas hasta el primer semestre de 2011, orientadas a evitar el sobrecalentamiento.

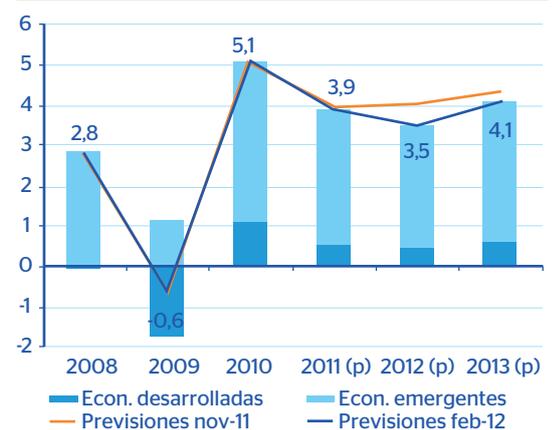
De cara al futuro, esperamos una acción decidida de las autoridades europeas que, poco a poco, disminuya las tensiones financieras en Europa y, también, la aversión al riesgo global, condicionando una mejora de la economía mundial en el segundo semestre de 2012. La mayor contribución a la recuperación, sin embargo, vendrá de las economías emergentes, ya que sus tasas de crecimiento volverán a mostrar un diferencial respecto a las de los países desarrollados de alrededor de 4 puntos porcentuales (pp), al tiempo que sus políticas económicas irán girando hacia un mayor apoyo al crecimiento. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, se desacoplará de la recesión en Europa en la primera mitad del año. Por todos estos factores, respecto a nuestras previsiones de noviembre, revisamos a la baja el crecimiento mundial en 0,6pp en 2012 y 0,3pp en 2013, hasta el 3,5% y el 4,1%, respectivamente (véase el Gráfico 2).

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

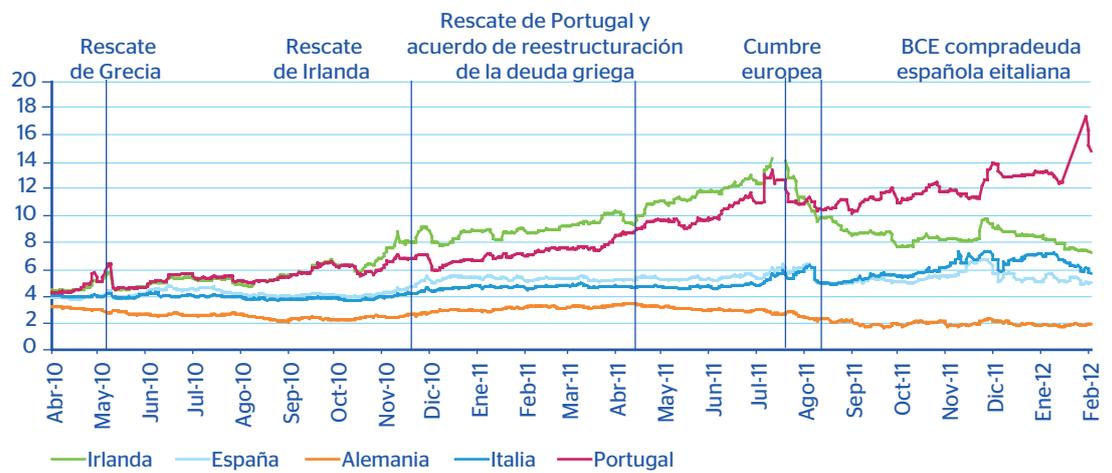
La falta de avances decisivos en la resolución de la crisis europea hace que la zona del euro represente el principal riesgo para las perspectivas de crecimiento global

Incluso con la revisión a la baja de las tasas de crecimiento en Europa y los países emergentes, los riesgos sobre la previsión de crecimiento mundial siguen estando sesgados a la baja. Estos riesgos seguirán dependiendo de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa, que no ha disminuido significativamente y tiene el potencial de agravar la recesión en marcha y contagiar a otras regiones a través de los vínculos comerciales, exposición financiera y un incremento en la aversión global al riesgo.

Aunque ha habido algunos avances desde octubre para resolver la crisis en Europa -principalmente, la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y algunos acuerdos para una mayor disciplina fiscal-, es necesario que haya progresos más decididos en las tres líneas de acción principales. En primer lugar, en el frente soberano, las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser eliminadas alcanzando un acuerdo con los tenedores privados de bonos. Es importante que la reestructuración de Grecia se convierta, como adelantó la cumbre de octubre, en un caso aislado. Al mismo tiempo, se deben disponer los recursos para establecer un cortafuegos de un tamaño considerable y que lo haga creíble para evitar el contagio a los países con problemas de liquidez. En segundo lugar, se deben seguir impulsando las reformas para aumentar el crecimiento, incluidas las destinadas a la reparación de los balances de las instituciones financieras, pero evitando un repentino desapalancamiento y una reducción de la oferta de crédito al sector privado. Finalmente, son necesarios mayores avances en la gobernanza de la zona euro para fortalecer la unión monetaria, facilitando la creación de cortafuegos soberanos y estableciendo una hoja de ruta clara para una mayor corresponsabilidad fiscal que pueda terminar en una unión fiscal.

De acuerdo a estos tres puntos, las perspectivas para Europa mejorarían sustancialmente si el pacto fiscal, que previsiblemente se acuerde en la cumbre de marzo, es finalmente aprobado a nivel nacional y se aplica rápidamente, junto con las reformas económicas propuestas por los países periféricos para reducir su vulnerabilidad y aumentar su crecimiento a largo plazo. La ejecución rápida de esta parte del "gran acuerdo" implícito entre los países centrales de Europa y la periferia permitirá que la discusión gire hacia la aplicación de dos medidas urgentes para reducir el estrés soberano en Europa. En primer lugar, el rápido aumento de los recursos disponibles para construir un cortafuegos soberano alrededor de Grecia, quizás con una acción más decidida por parte del BCE; en segundo lugar, tener en cuenta el efecto negativo de un ciclo más débil sobre la capacidad de la mayoría de los países europeos para cumplir los objetivos de déficit acordados con la UE.

Gráfico 3
Diferenciales soberanos de deuda a 10 años



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Las tensiones en la zona euro persisten, a pesar de la provisión de liquidez por parte del BCE y de los tímidos avances en gobernanza

La cumbre del Consejo Europeo de diciembre de 2011 finalizó con medidas para atajar las tensiones en los mercados soberanos de la periferia de Europa, pero no llegaron por sí mismas a reducir sustancialmente los diferenciales de deuda. Las decisiones allí tomadas fueron significativas, respondiendo a una estrategia general por la que las economías periféricas aceleran sus reformas fiscales y estructurales, y la Unión Europea se dota de un marco más robusto de disciplina fiscal para el futuro, tal y como deseaban los países del núcleo europeo, liderados por Alemania, pero lejos de alcanzar una unión fiscal.

La estrategia ha dado algunos frutos. Las reformas se han acelerado en el país más grande entre los periféricos, Italia, cuyo nuevo gobierno ha tomado iniciativas para eliminar el déficit público entre 2012 y 2013 y ha afrontado reformas estructurales de calado, de momento en el sistema de pensiones y en algunos mercados de servicios. Portugal ha continuado con reformas importantes en el mercado de trabajo, aunque se enfrenta a un ajuste de su déficit estructural en 2012 elevado, de 6pp del PIB. En España, el nuevo gobierno ha tomado algunas medidas en el frente fiscal y se prepara para afrontar las reformas del sistema financiero con un nuevo marco de provisiones y del mercado de trabajo, a la vez que hace frente a un déficit fiscal de partida más alto de lo esperado. La intensidad del ajuste fiscal en los periféricos tendrá un impacto negativo sobre su PIB a corto plazo, si bien el efecto sobre la confianza de los mercados es más incierto, debido a que el vínculo negativo entre ajuste y crecimiento podría dar lugar a dificultades para cumplir los objetivos fiscales actuales. En conjunto, las economías parecen encaminadas en la senda correcta de consolidación y reformas, pero los desequilibrios acumulados en los últimos años supondrán un período prolongado de corrección (véase el Recuadro 1).

Por el lado de las reformas europeas de gobernanza económica, en diciembre se acordó elaborar un tratado intergubernamental para introducir reglas fiscales en las legislaciones nacionales, de tal forma que el déficit estructural no supere el 0,5% del PIB. La introducción de algún tipo de eurobonos parece descartada de momento y sólo entra en el debate como posibilidad a medio y largo plazo, una vez que los países de la periferia hayan reducido sus déficits. No va a ser, por tanto, un factor que ayude a resolver la crisis de confianza a corto plazo.

Antes de la cumbre de diciembre, se esperaba que los avances hacia un mayor rigor fiscal permitiesen al BCE intervenir en los mercados de deuda soberana en mayor medida de lo que lo había estado haciendo, contribuyendo a reducir los diferenciales soberanos. Esa intervención no ha tenido lugar, si bien el programa de compra de bonos a través del SMP se mantiene. La estrategia del BCE, a través de la provisión de liquidez ilimitada a plazos mucho mayores de lo que lo había estado haciendo hasta entonces (3 años, en lugar de 3 ó 6 meses), ha dado ciertos resultados en términos de mayor confianza en las posibilidades del sector bancario europeo para aliviar sus problemas de financiación, por un lado, y han permitido rebajar los tipos de interés soberanos, sobre todo en los plazos más cortos, ya que parte del exceso de liquidez se ha destinado a la compra de deuda pública periférica. Sin embargo, parte de la liquidez tomada por el sistema bancario ha revertido al BCE a través de la ventanilla de depósito. Por otro lado, el BCE ha completado su acción sobre la provisión de liquidez con dos bajadas del tipo de interés de referencia en noviembre y diciembre, del 1,5% al 1% y con la bajada del coeficiente de caja del 2% al 1%. Ha sido, en conjunto, una estrategia indirecta que permite ganar tiempo, pero no resolver definitivamente los problemas de fondo, ligados a la falta de confianza en la deuda soberana y a las reticencias del BCE para asumir su papel de prestamista de última instancia y restaurar los canales de transmisión de la política monetaria.

Los siguientes pasos en la estrategia para reducir las tensiones financieras pasan por la firma del tratado intergubernamental en marzo (lo harán 25 países de la Unión), y su ratificación por parte de cada país. El tratado debe reforzar la disciplina fiscal a medio plazo y, sobre todo, convencer a los países del núcleo europeo que pueden dar más apoyo a través de mecanismos de liquidez. Una mayor intervención por parte del BCE directamente en los mercados de deuda no se puede descartar, pero no es muy probable salvo que aumenten más las tensiones. Hasta ahora no lo ha hecho debido a sus dudas sobre la legalidad de la medida, a su entendimiento de que el papel de prestamista de última instancia no se aplica a la deuda pública. Por ello es importante que otros mecanismos de provisión de liquidez estén bien dotados. El actual, el FEEF, no ha entrado en funcionamiento más que para el rescate de Irlanda y Portugal, tras diversos retrasos. La puesta en marcha del MES, que lo sustituirá y será permanente, ha sido adelantada de mediados de 2013 a julio de 2012, pero su dotación prevista (€ 500 Mm€) no es suficiente para disipar los temores del mercado a un contagio a Italia y España en el caso de que se produjese una crisis desordenada en Grecia; no cumpliría por sí solo el papel de cortafuegos y de restaurador de confianza. Para ello, se tiene que complementar con nuevas aportaciones del FMI (€ 150 mM€ comprometidos por Europa, más los que aporten terceros otros países), y quizás con la complementariedad del FEEF junto al MES. En conjunto, los fondos necesarios para proporcionar una pantalla de liquidez creíble deberían superar claramente el billón de euros.

La zona euro estará en recesión moderada en 2012, con una vuelta a las disparidades entre centro y periferia

En definitiva, la zona euro se encuentra ante una crisis soberana acrecentada desde el verano, con una estrategia basada en los avances hacia una unión fiscal, pero entendida más como mecanismo de control que como asunción de deudas de manera compartida, y sin un cortafuegos de liquidez suficiente, por lo que los altos tipos de interés persisten. A ello se añade un ajuste fiscal mayor de lo esperado hace tres meses, en un contexto de recesión moderada para el conjunto de la zona y de desaceleración a nivel global.

Los datos más recientes confirman este panorama negativo. Tras una primera mitad del año positiva, la actividad se desaceleró en la eurozona en el tercer trimestre, con los indicadores de confianza y los PMI cayendo rápidamente a partir de septiembre, aunque en los dos últimos meses se han moderado. Dichas disminuciones están asociadas al recrudescimiento de las tensiones financieras y a una contracción de la demanda interna, mientras la estabilización ha ido acompañada de la provisión de liquidez del BCE. En conjunto, se espera que para el cuarto trimestre del año el PIB haya caído -0,3% t/t.

De cara a los próximos trimestres, la cumbre europea de marzo debería propiciar una lenta reducción de los diferenciales durante la segunda mitad del año, y un retorno de la confianza, apoyado por la mayor fortaleza de Alemania y otras economías del norte de Europa. Para la primera mitad del año se esperan reducciones adicionales del PIB, aunque muy moderadas, retornando a cifras positivas en la segunda mitad. En el conjunto del año, sin embargo, la contracción del PIB sería de alrededor de 0,5%, con un crecimiento moderado pero positivo en Alemania y otros países del norte de Europa, cercano a cero en Francia y negativo en todos los países periféricos, especialmente en Portugal y Grecia.

Las economías emergentes avanzan hacia un aterrizaje suave, apoyadas en una demanda interna resistente. Las políticas económicas girarán hacia el estímulo del crecimiento

Un aspecto importante de la fase actual de la crisis es que la confianza en las economías emergentes ha sido muy resistente en comparación con lo sucedido tras la caída de Lehman Brothers en 2008. Uno de los determinantes de esta resistencia podría ser la sorpresa que representó la caída de Lehman (ausente en la crisis europea) y la diferente velocidad a la que cada uno de los dos episodios se ha desarrollado (la crisis europea avanza a "cámara lenta"). Esto ha permitido que la demanda interna en las economías emergentes se haya mantenido robusta, aun cuando algunos de los efectos de una mayor aversión al riesgo se han reflejado en los mercados financieros de la región, a través de menores flujos de entrada de capital, algunas repercusiones negativas en la financiación del comercio internacional, la reducción de precios de los activos y menores tipos de cambio.

La desaceleración en las economías emergentes en 2011 hizo que su diferencial de crecimiento con respecto a las economías avanzadas llegase a cerca de 3 pp a finales de 2011, por debajo de los usuales 4 pp observados desde el comienzo de la década precedente. Esperamos que la aversión al riesgo siga siendo alta, pero vaya disminuyendo lentamente en la segunda mitad de 2012, en línea con la esperada reducción gradual de las tensiones en Europa. Además, las políticas económicas aprovecharán el margen de maniobra existente (como la reducción de las presiones inflacionistas y cierto espacio para la expansión fiscal) y girarán, cada vez más, hacia el estímulo al crecimiento, en contraste con el endurecimiento experimentado en la primera parte de 2011. Esto permitirá que la demanda interna continúe apoyando el crecimiento de la región, frente a un entorno exterior aún difícil, procedente de los países desarrollados. En este contexto, se espera que las economías emergentes recuperen tasas de crecimiento cercanas al 2% trimestral a finales de 2012 (del 1% al cierre de 2011), y crezcan en torno al 6,2% en el conjunto del año. La principal excepción a este buen desempeño se concentrará en los países emergentes de Europa, que se verán más afectados por sus mayores vínculos comerciales y financieros con la zona euro.

Recuadro 1: Los indicadores de desequilibrios estructurales de la Comisión Europea. Los casos de Portugal y España

Una de las lecciones aprendidas, tras la profunda recesión de 2009 y la crisis soberana actual, es la necesidad de controlar los desequilibrios macroeconómicos de los países de la zona euro más allá del déficit y la deuda públicos, ya que buena parte de los excesos acumulados durante la última década responden a problemas de competitividad y aumento de la deuda privada. Por ello, la Comisión Europea anunció recientemente, en el marco de las iniciativas legislativas conocidas como "Six Pack", una serie de indicadores que seguirá de cerca, en el contexto del Semestre Europeo, para evitar desequilibrios excesivos en el futuro. Las variables a controlar incluyen desequilibrios referentes al sector privado (deuda privada, crecimiento del crédito, precios de la vivienda), al sector exterior (balanza por cuenta corriente, deuda externa neta), competitividad (tipo de cambio real efectivo, costes laborales unitarios, cambios en la cuota de exportaciones), y tasa de desempleo. Para cada una de ellas se define un nivel de riesgo a partir del cual la Comisión prestará especial atención para recomendar acciones correctivas, llegado el caso. En el Gráfico 4 se presentan dichas variables para España y Portugal, más el déficit y la deuda pública, normalizadas alrededor de la media europea. Las unidades de los ejes del gráfico muestran las desviaciones típicas respecto a la media de la zona euro.

El caso de Portugal es importante, ya que es donde los mercados han puesto el punto de mira recientemente, una vez que el caso griego está en vías de solución (al menos en el corto plazo) y tras la rebaja de calificación de su deuda pública por parte de S&P a nivel de bono basura. La evolución de su diferencial a diez años respecto al resto de los periféricos, y su separación reciente respecto a Irlanda, es indicativa de que las debilidades de la economía portuguesa son, según la percepción de los mercados, importantes.

Portugal tiene un déficit externo elevado, lo que se ha traducido en una posición inversora internacional negativa, reflejando una pérdida de competitividad importante en los últimos años. Además, tanto los niveles de deuda del sector público como, sobre todo, del sector privado, están por encima de la media europea, mientras que el déficit público es todavía comparativamente elevado. Todos estos

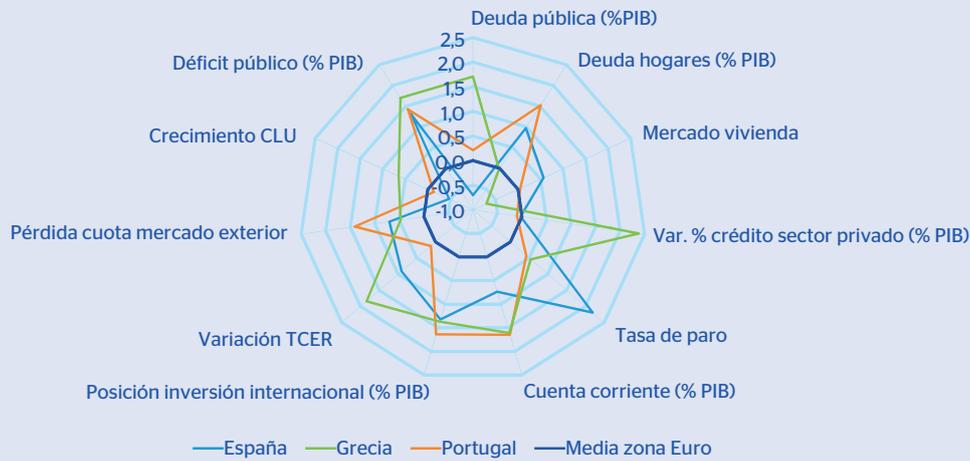
problemas, añadidos a una baja capacidad de crecimiento potencial, han alertado recientemente a los inversores privados, pero no son nuevos y, salvo los relativos al déficit y deuda públicos, han estado ahí durante varios años.

Las novedades recientes sobre la economía portuguesa provienen del campo de la política económica, donde se ha aprobado una reforma del mercado laboral profunda y se han tomado medidas para reducir los costes laborales unitarios a través de una reducción salarial, además de cumplir con los requerimientos de consolidación fiscal demandados por la Unión Europea, que suponen un ajuste estructural elevado para 2012 (de 6pp del PIB). Dada la naturaleza de los problemas de Portugal, ligados, sobre todo, a desequilibrios que solo se pueden corregir en el medio y largo plazo, es necesario dejar que las reformas empiecen a surtir efecto y, mientras tanto, continuar asegurando la financiación de su economía. En la medida que se lleve a cabo el ajuste fiscal y continúen realizándose reformas ambiciosas, no hay razones para dejar de ser optimistas, de manera que Portugal evite, al contrario que Grecia, la reestructuración de su deuda pública. No obstante, de continuar las actuales tensiones financieras, Portugal difícilmente podrá volver a los mercados en 2013, por lo que será necesario que siga recibiendo ayudas financieras durante más tiempo del inicialmente previsto.

En el caso de España, el tamaño de los desequilibrios en términos relativos es menor que el de Portugal, y se concentra en menos áreas. España destaca negativamente por su elevada tasa de paro, y su deuda externa neta, que alcanza el 89,2%, muy por encima del nivel marcado por Bruselas como de "peligro" (35% del PIB). Su déficit público es elevado, pero no así la deuda pública, que se encuentra por debajo de la media. En cuanto a los indicadores de competitividad, los costes laborales unitarios se han moderado, y aunque el déficit por cuenta corriente es aún significativo, se ha corregido sustancialmente en los últimos años. Cabe resaltar, además, que apenas ha perdido cuota de exportación en los últimos años, sobre todo en comparación con el conjunto de la zona euro.

Gráfico 4

Desequilibrios macroeconómicos



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat, OCDE, BCE, OMC y fuentes nacionales

Cuadro 1

Indicadores de desequilibrios

	Umbral	España		Portugal		
			a		a	
1	Deuda sector privado	> 160% del PIB	280,9	3T11	253,2	3T11
2	Flujo crédito sector privado	> 15% del PIB	-9,7	3T11	-2,1	3T11
3	Deuda gubernamental	60% del PIB	81,0	3T11	93,6	3T11
4	Precio de la vivienda en relación al deflactor de consumo	+15% i.a.	-2,4	4T11	-3,7	3T11
5	Tasa de paro	Media móvil 3 años +10%	22,0	4T11	12,8	4T11
6	Posición inversora neta internacional	-35% del PIB	-93,0	3T11	-102,8	3T11
7	Cuenta corriente	Media móvil 3 años -4% del PIB	-3,9	3T11	-8,4	3T11
8	Tipo de cambio efectivo real	Tasa de variación respecto a 3 años +/-5%	-4,0	4T11	-3,7	4T11
9	Costes laborales unitarios	Tasa de variación respecto a 3 años +/-5%	8,3	3T11	5,3	3T11
10	Export market share	Tasa de variación respecto a 5 años -6%	-5,2	3T11	-10,5	3T11

Fuentes: (1), (3) y (7) Fuentes nacionales, (2) BCE, (4), (5) (6) y (8) Eurostat, (9) OCDE y (10) FMI a través de HAVER y BBVA Research

3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

Se confirma la recesión en 2012

Durante los últimos tres meses se han confirmado los temores expresados en la edición anterior de esta publicación, donde se ponía de manifiesto la adversa interacción que se estaba produciendo entre diversos factores y que, en suma, amenazaba seriamente las perspectivas para las economías europea y española. En particular, a la desaceleración observada en las economías desarrolladas se unía el incremento de la incertidumbre en los mercados de deuda soberana, lo que derivaba en un deterioro de la percepción de solvencia de las entidades financieras y en la preocupación sobre el efecto que esto pudiera tener sobre la provisión de crédito y, nuevamente, sobre las expectativas de crecimiento. En el entorno doméstico, a la corrección en marcha de los desequilibrios de la economía española, se sumaban la caída de la confianza, la desaceleración de las exportaciones y la incertidumbre sobre la política económica -ligada al cambio de gobierno y a la creciente probabilidad de incumplimiento de los objetivos fiscales-, para dar como resultado un deterioro de la actividad y, especialmente, del empleo durante el cuarto trimestre del año anterior. Así, se estima que 2011 habría finalizado con un crecimiento anual promedio del 0,7%, insuficiente todavía para crear empleo.

Hacia delante, la confirmación de un entorno de mayor incertidumbre supone el empeoramiento de diversos fundamentales relevantes para la evolución de la economía española

En primer lugar, se estima que el acceso a la financiación continuará siendo poco holgado y relativamente caro. En segundo lugar, el aumento de las primas de riesgo, junto con la implementación de planes fiscales más ambiciosos que los contemplados hace un año, unidos a la desaceleración que se ha observado en el comercio internacional, suponen una revisión importante de las perspectivas de crecimiento en Europa, lo que se traducirá en una demanda más débil para las exportaciones españolas. En lo que respecta a los factores domésticos, el principal cambio proviene de la desviación respecto al objetivo de déficit público anunciada por el Gobierno y de la composición de las medidas que han sido anunciadas para compensarla. A esta política fiscal más restrictiva de la que se preveía hace tres meses, se añade una economía cuya evolución ha sido peor de la que se esperaba durante los dos últimos trimestres, lo que supone un entorno menos propicio para su ejecución, ya que la demanda privada seguirá siendo incapaz de contrarrestar el efecto negativo de la consolidación fiscal sobre el crecimiento.

Pese a que el resultado final de lo anterior implica una revisión significativa a la baja del escenario de crecimiento para la economía española, existen algunos factores que actuarán como contrapeso. Por ejemplo, la política monetaria (y de liquidez) por parte del BCE es hoy más proclive a apoyar la demanda y la estabilidad financiera de lo que se esperaba hace tres meses, lo que unido al incremento en los diferenciales de crecimiento entre Europa y el resto del mundo, conllevarán un euro más débil, que podría acelerar las ganancias de competitividad de las empresas exportadoras. Finalmente, el contexto actual incita a la implementación rápida de políticas estructurales ambiciosas que, de ejecutarse de forma efectiva, generarían un ajuste menos doloroso (sobre todo, en términos de empleo), procurando las condiciones necesarias para una recuperación más pronta y robusta.

En suma, se espera que el PIB presente una caída en 2012 y que, bajo las actuales circunstancias, la recuperación sea lenta. Esta evaluación puede cambiar si, como se ha dicho anteriormente, se concreta la puesta en marcha de medidas que corrijan los principales problemas de la economía española (elevada tasa de desempleo, segmentación del mercado laboral, falta de competitividad, etc.), tal y como se ha venido proponiendo desde esta revista en ediciones anteriores.

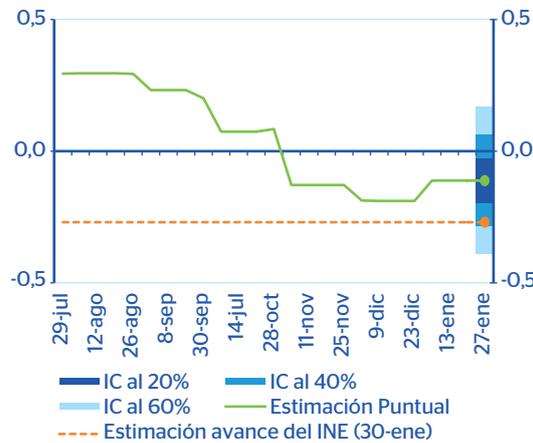
La economía española en 2011: del crecimiento moderado a la recesión

Tras un 2010 marcado por la persistencia de las tensiones financieras en Europa y la intensificación del proceso de consolidación fiscal, las expectativas para 2011 auguraban que sería el año en que la economía española dejaría atrás la recesión, marcando un ritmo de crecimiento débil que progresivamente debería ir tomando tracción, hasta procurar los primeros registros positivos del mercado laboral en la segunda mitad del año. Sin embargo, la información actualmente disponible evidencia que los resultados de 2011 en estos frentes no han sido satisfactorios: los problemas financieros y de gobernanza en Europa siguen pendientes de su resolución definitiva y España ha incumplido los objetivos de consolidación fiscal marcados para ese año. A pesar de que el crecimiento para el conjunto del ejercicio se ha situado en línea con lo que preveíamos a principios del año, la economía ha perdido impulso encaminándose a la recesión en el tramo final del año y a un peor tono del mercado laboral.

Así, a falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB señala que, tras el estancamiento registrado en el trimestre precedente, la economía española habría retrocedido un 0,3% t/t en el 4T11, que situaría el crecimiento del PIB para el conjunto del año en torno al 0,7%¹. De confirmarse la estimación avance, la evolución coyuntural durante ese trimestre se habría situado en línea con nuestras expectativas (MICA-BBVA²: -0,1% t/t), que ya de forma temprana alertaban que el crecimiento para el conjunto del trimestre sería negativo (véase el Gráfico 5) y que nuevamente advierten un incremento de la probabilidad de que se vuelva a producir una contracción durante el trimestre actual (véanse los Gráficos 6 y 7). Adicionalmente, los indicadores parciales de coyuntura conocidos en la fecha de cierre de este informe señalan una corrección a la baja tanto de la demanda doméstica como de los flujos comerciales en el 4T11 que, al ser más pronunciada en el caso de las importaciones, sugieren que la composición del crecimiento volvería a estar caracterizada por un impulso de la demanda externa neta y una contribución negativa de la demanda interna (véase el Gráfico 8)

Gráfico 5

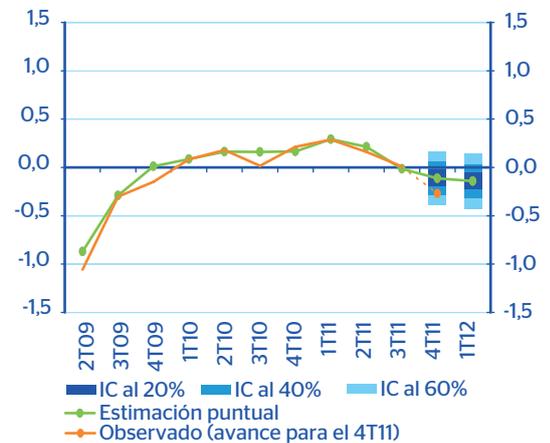
España: previsiones de crecimiento del PIB para 4T11 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

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

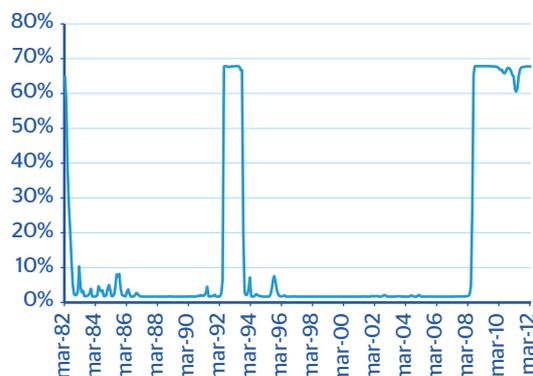


Previsión actual: 3 de febrero de 2012
Fuente: BBVA Research a partir de INE

1: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 4T11 se publicará el próximo 16 de febrero, siendo posible la revisión del dato avance.
2: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21.

Gráfico 7

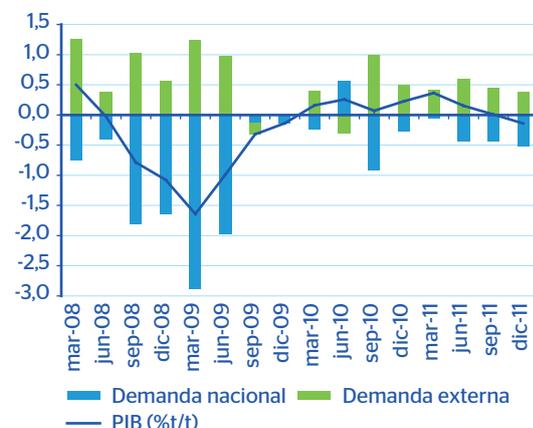
España:
probabilidad de crecimiento trimestral negativo



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8

España:
contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La demanda doméstica privada retrocede con fuerza en el tramo final del 2011

Tras un tercer trimestre caracterizado por la apatía del consumo privado³, los indicadores parciales sugieren que el gasto de los hogares se deterioró entre septiembre y diciembre (véase el Cuadro 2). A pesar de la disminución prevista del ahorro, tanto el consumo de bienes como el de servicios habrían caído durante el 4T11 debido al empeoramiento de sus determinantes, principalmente de la renta disponible real (véase el Gráfico 9). Así, el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) y el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) sugieren que el gasto de los hogares se habría contraído en torno a un 0,3% t/t (-0,7% a/a) en 4T11 (véase el Gráfico 10). De este modo, el consumo privado se habría estancado en 2011 tras haber crecido un 0,8% en 2010.

Cuadro 2

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

% t/t	Disponibilidades de bienes de consumo				Matriculaciones de turismo	Ventas interiores de grandes empresas	Índice de cifra de negocios del sector servicios	Comercio al por menor
	Totales	Duraderos	Alimentación	Resto de no duraderos				
1T10	-3,1	-13,8	-0,4	-0,7	1,6	0,6	0,3	1,6
2T10	3,2	9,4	-1,1	6,5	0,2	2,4	2,0	-1,7
3T10	-5,2	-18,7	0,4	-6,0	-31,5	-5,3	-2,7	-1,7
4T10	0,0	-10,2	1,3	2,8	3,0	0,3	0,4	-0,5
1T11	-0,1	8,8	-1,0	-2,2	3,7	-0,5	0,6	-1,8
2T11	-1,1	-7,3	0,5	-0,6	0,4	-0,5	-0,3	-1,4
3T11	0,7	7,3	0,3	-1,5	-6,5	0,1	-0,4	-1,2
4T11	-2,5	-0,5	-1,5	-3,7	-2,1	-1,8	-2,8	-2,5

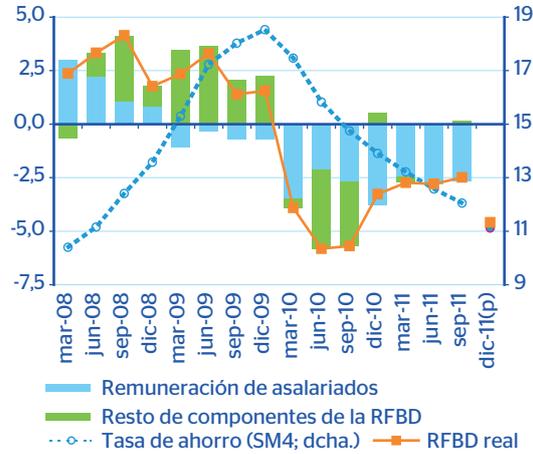
Las cifras sombreadas son previsiones

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

3: Nótese que la revisión de las cifras de CNT provocada, entre otros motivos, por el cambio de base, se materializó en un aumento del gasto en consumo en 2S10 y en una disminución en 1S11, en línea con lo apuntado por los indicadores parciales.

Gráfico 9

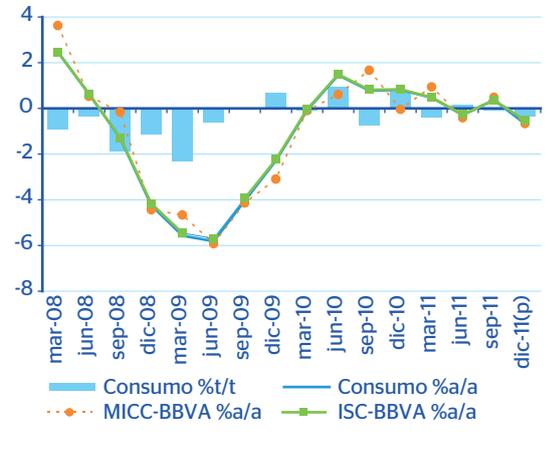
España: contribuciones al crecimiento interanual de la RFBD real* y tasa de ahorro de los hogares (%)



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

Gráfico 10

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

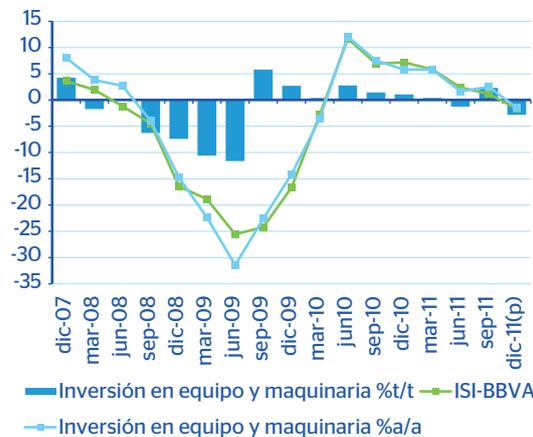


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por su parte, la evolución de los indicadores parciales de coyuntura relacionados con la inversión en equipo y maquinaria revelan un deterioro de esta partida de la demanda durante el último trimestre de 2011, tal y como muestra nuestro indicador sintético de inversión ISI-BBVA (véase el Gráfico 11). Si en el trimestre anterior las exportaciones sustentaron el crecimiento de la inversión empresarial, en esta ocasión una demanda externa más débil y el acusado empeoramiento de la demanda interna habrían dado lugar a una contracción trimestral de la inversión en equipo y maquinaria, que cerraría el ejercicio económico con un crecimiento medio anual del 2,1%. Entre los indicadores parciales relativos a esta partida de la demanda resulta destacable el deterioro de la confianza industrial de los productores de bienes de equipo que, al reducirse 21 puntos respecto a 3T11, alcanzó mínimos de los últimos dos años. Importante ha sido también el retroceso de las ventas de vehículos industriales que, tras la ligera recuperación experimentada en 3T11, volvió a registrar una caída intertrimestral, al igual que lo hicieron las importaciones de bienes de capital y el IPI de bienes de equipo. El único indicador que ha reflejado un mejor comportamiento que en el trimestre anterior ha sido la cartera de pedidos de bienes de equipo, incrementándose en casi 2pp. En todo caso, una mejoría insuficiente para evitar que la inversión en equipo y maquinaria despidiera 2011 en negativo.

Gráfico 11

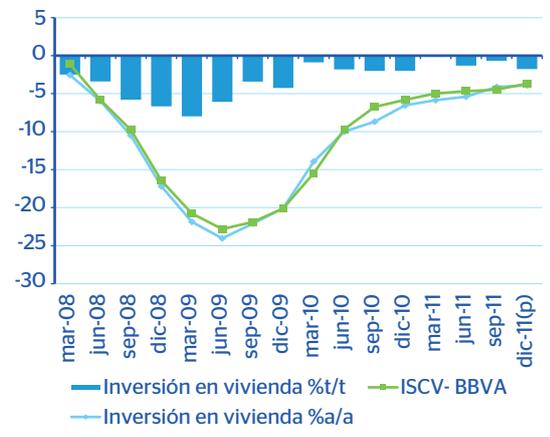
España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 12

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por otro lado, la inversión en vivienda sigue deteriorándose y los indicadores del mercado residencial continúan sin mostrar síntomas claros de recuperación. Así, el indicador sintético de la inversión en vivienda ISCV-BBVA adelanta una nueva disminución de esta partida en el 4T11 similar a la del trimestre anterior (véase el Gráfico 12), lo que habría supuesto un recorte del 4,8% en términos promedio respecto a 2010. En particular, los datos disponibles referentes a la demanda residencial no permiten hablar de una mejoría de la misma en el cuarto trimestre: aunque las tasas de crecimiento intermensuales (CVEC) de las transacciones de octubre y noviembre fueron positivas, las ventas de viviendas siguieron ancladas en niveles mínimos y no mostraron un cambio de tendencia. A falta del dato de diciembre, 2011 habría concluido previsiblemente con el record de ser el año en el que menos transacciones de vivienda se han producido desde la existencia de esta estadística: en torno a 365 mil, un 18% menos que en 2010. No obstante, ya se esperaba una importante caída de las transacciones como consecuencia del cambio del tratamiento fiscal de la vivienda, sobre todo por la eliminación de la deducción por compra de vivienda habitual para las rentas medias y altas desde enero de 2011, que supuso un adelanto de la demanda a 2010 que podría cifrarse en torno a las 65 mil viviendas. Al mismo tiempo, el precio de la vivienda ha intensificado su caída durante el 4T11, retrocediendo un 1,6% t/t y acumulando una corrección del 26,8% en términos reales desde que alcanzara el máximo a principios de 2008.

Los factores que habrían mantenido débil la demanda no distan significativamente de los observados en los últimos trimestres: el deterioro de la economía, su incapacidad de crear empleo, la persistencia de las tensiones financieras y la repercusión que esto pudiera tener sobre las entidades financieras y, por tanto, sobre la provisión de crédito. Sin embargo, la incertidumbre fiscal que ha girado en torno a la vivienda durante la segunda mitad del ejercicio económico, ha quedado despejada desde finales del pasado mes de diciembre con el anuncio realizado por el Gobierno de recuperar la anterior deducción por compra de vivienda habitual con carácter retroactivo a partir de enero de 2012 y de mantener el IVA asociado a la compra de vivienda nueva en el 4% durante el presente año.

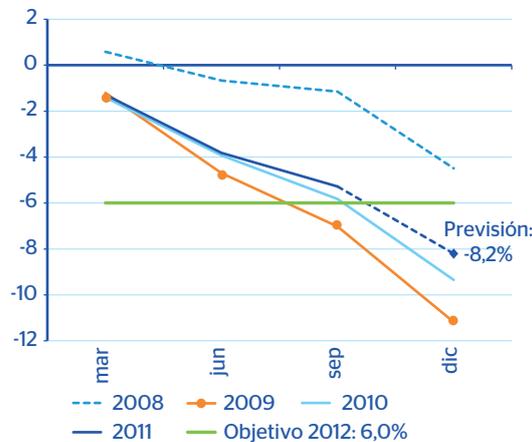
En lo que respecta a la oferta, los visados de vivienda de obra nueva continúan en mínimos históricos y las previsiones apuntan a que 2011 habría cerrado con la firma de casi un 13% de visados menos que en 2010, lo que se dejará sentir en la iniciación de viviendas de los próximos trimestres. En consecuencia, se espera que al cierre del 4T11 la inversión de vivienda no haya representado más del 7,2% del PIB en términos reales -muy por debajo del 10,7% de promedio 2000-2011- y que esta tendencia a la baja se mantenga en los próximos trimestres.

La magnitud de la desviación anunciada respecto al objetivo de estabilidad sugiere un repunte de la demanda pública en el 4T11

La información conocida sobre las previsiones de cierre de 2011 adelanta un repunte del gasto público en el 4T11, rompiendo con las expectativas generadas por la intensificación del ajuste fiscal observado a lo largo del 3T11, que situó el déficit del conjunto de las administraciones públicas en el 5,3% del PIB. Pese a que los últimos datos muestran que la reducción del gasto continuó en la administración central, no fue suficiente para compensar la pobre recuperación de sus ingresos, por lo que el Estado acumuló hasta noviembre de 2011 un déficit de 4,8% del PIB (véase el Gráfico 13). Junto a ello, las declaraciones sobre la desviación respecto a los objetivos de estabilidad sitúan las previsiones de déficit del Estado para el conjunto del año por encima del 5% del PIB, incumpliendo así el objetivo establecido (véase el Gráfico 14). Por su parte, los datos de ejecución presupuestaria de las comunidades autónomas a 3T11, que mantuvieron su déficit constante respecto al 2T11, tampoco hacían prever la desviación -de más de 1,4pp del PIB sobre su objetivo- que se espera para finales del año 2011.

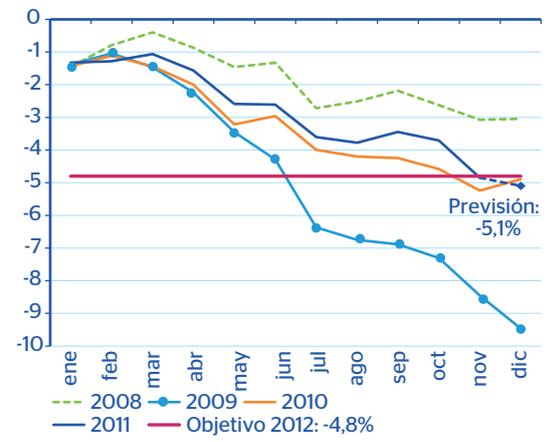
Por todo ello, se prevé una corrección al alza del gasto corriente, con lo que el consumo público volvería a registrar un crecimiento positivo en el 4T11 -aunque moderado- que situaría la disminución en el 1,2% en 2011. En todo caso, el esfuerzo de consolidación fiscal sigue concentrándose en el recorte de la inversión, por lo que la construcción no residencial previsiblemente habría seguido contrayéndose a lo largo del cuarto trimestre del año, si bien en una cuantía menor a la observada en el trimestre precedente, con lo que la caída para el conjunto del ejercicio económico sería del 10,2%. No obstante, conviene resaltar que a este deterioro habría contribuido, además del sector público, el intenso ajuste por el que aún atraviesa la actividad constructora privada en la actualidad.

Gráfico 13
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-)
de financiación (Base 2008. % PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 14
Estado: capacidad (+)/ necesidad (-)
de financiación (Base 2008. % PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

En este contexto, se espera que el déficit del conjunto de administraciones públicas supere el 8% del PIB, 2pp por encima del objetivo previsto para 2011, con lo que el esfuerzo de consolidación fiscal que deberá realizarse en 2012 será mucho mayor y tendrá efectos negativos sobre el crecimiento de la demanda interna de este año.

La actividad exportadora se desacelera, aunque mantiene su contribución positiva al crecimiento

A raíz del recrudescimiento de las tensiones financieras y las menores perspectivas de crecimiento en la UEM, se ha observado una desaceleración de las exportaciones durante el último tramo de 2011. De este modo, los datos de flujos de exportación de bienes y de ventas de grandes empresas adelantan un aumento de las exportaciones de bienes en el 4T11 menor al registrado hasta el 3T11 que, en todo caso, situaría el crecimiento para el conjunto de 2011 en torno al 11,3%.

En lo que respecta a las exportaciones de servicios, los indicadores disponibles a la fecha de cierre de este informe muestran que el 2011 fue un buen año. Pese a que el sector turístico se ralentizó en la parte final del año como consecuencia del freno de la demanda interna en Europa, el consumo de no residentes aumentó un 6,4% en 2011 (véase el Cuadro 3). De hecho, los buenos datos del sector turístico se apoyan -especialmente en la primera parte del año- en el dinamismo que mostró el turismo extranjero, tanto en lo referente a entradas como, especialmente, en pernoctaciones hoteleras. Combinado con la atonía de la demanda interna, el peso del turismo exterior alcanzó en 2011 su máximo histórico en lo referente al número de visitantes (46,5%), mientras que en pernoctaciones, su peso (61%) se situó por debajo de los máximos alcanzados entre 1999 y 2001. Así, el nivel de ocupación en los establecimientos hoteleros aumentó, en media, 2 pp frente al año anterior. El aumento del gasto turístico realizado por los no residentes en 2011 (+7,9%) se deriva íntegramente del incremento en el número de visitantes, ya que el gasto medio por turista prácticamente se estancó (+0,2%).

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios habrían vuelto a una senda contractiva en el 4T11, consecuencia de la intensificación del debilitamiento de la demanda interna y de la desaceleración señalada en el ritmo exportador. Así tras una intensa recuperación en 2010 (del 8,9%), las importaciones se habrían desacelerado hasta el 1,6% en el pasado ejercicio económico.

En síntesis, el cuarto trimestre cerraría con una nueva aportación positiva de la demanda externa neta al crecimiento del PIB (véase el Gráfico 15). En consecuencia, se espera un final de año caracterizado por una nueva reducción del saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente que, en el conjunto del año, se habría situado en torno al 4,3% del PIB.

Cuadro 3

Turismo en España

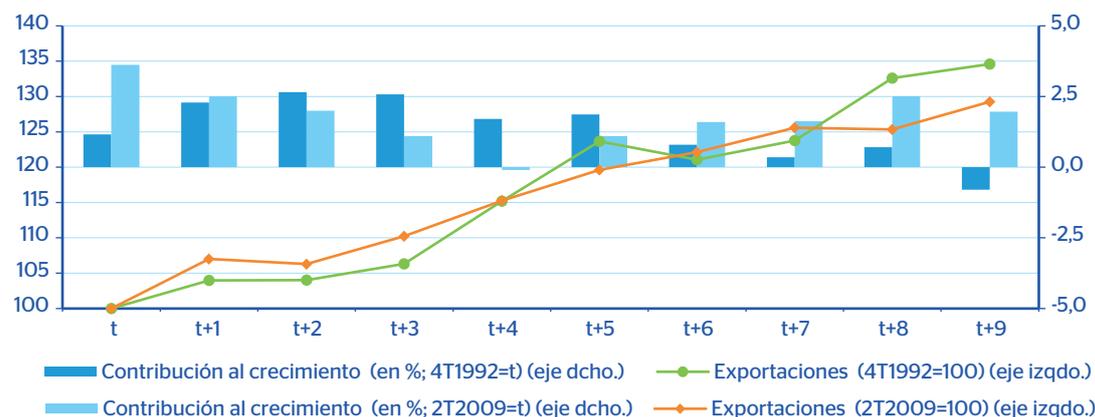
	2009	2010	2011
Entradas en el territorio			
Total	-7,1	6,2	4,3
Residentes en España	-4,5	2,4	-1,1
Extranjeros	-10,5	11,4	11,3
Pernoctaciones			
Total	-6,5	6,4	7,3
Residentes en España	-3,0	3,2	-1,9
Extranjeros	-9,1	9,0	14,0
Consumo de no residentes en el territorio económico (*)	-9,5	2,6	6,4

(*) Previsión para 2011

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 15

España: evolución trimestral de las exportaciones reales de bienes y servicios y contribución exterior neta al crecimiento interanual del PIB en las últimas dos recesiones



Nota: el índice toma valor 100 en t, el período en el que se registró el mínimo cíclico de la crisis correspondiente.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La aceleración del ritmo de deterioro del mercado laboral confirma la contracción de la economía en el 4T11

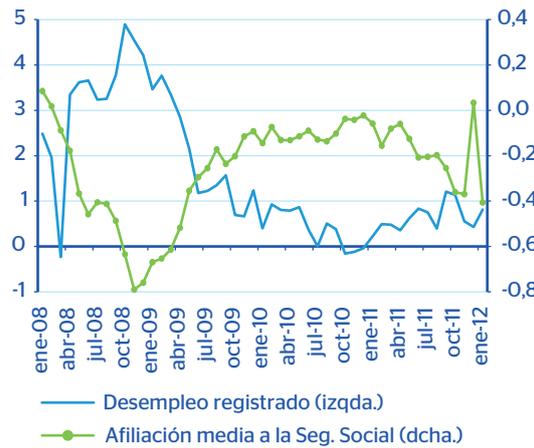
Los registros del mercado laboral del 4T11 resultaron decepcionantes. Cuando se excluyen los cambios provocados por motivos estacionales y de calendario, se observa que el ritmo de destrucción de empleo se intensificó. Tanto la caída de afiliación media a la Seguridad Social (-0,7% t/t CVEC) como el incremento del desempleo registrado (+2,5%/t CVEC) se aceleraron en torno a 3 décimas entre octubre y diciembre (véase el Gráfico 16)⁴. En líneas generales, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 4T11 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro, si bien la magnitud del deterioro del mercado de trabajo sugerida por sus cifras es mayor. La evolución favorable del empleo en el sector primario -que aportó 100,8 miles de empleos (43 mil CVEC)- no impidió el descenso de la ocupación en 348,8 miles de personas (-234 mil CVEC). La intensa caída del empleo, concentrada -por motivos estacionales- en los asalariados con contrato temporal y en los trabajadores del sector servicios, contribuyó a reducir los incentivos a participar en el mercado laboral, lo que se tradujo en una disminución de la población activa en 51,3 miles de personas (-23 mil CVEC). En consecuencia, la tasa de desempleo aumentó en 1,3 décimas hasta el 23,8% de los activos (22,9% CVEC), mientras que la de temporalidad se redujo en 1,0 décimas hasta el 25,0% (véase el Gráfico 17).

4: Los registros de enero indican que el mercado laboral aceleró su ritmo de deterioro. Cuando se corrigen las cifras de estacionalidad y calendario, se estima una disminución de la afiliación a la Seguridad Social de 70 mil personas y un aumento del paro registrado de 44 mil.

El dato de 4T11 cerró un año caracterizado por un nuevo deterioro del mercado de trabajo. En términos promedio, la economía española destruyó 351,9 miles de empleos netos en 2011, un 69,4% de naturaleza indefinida y un 73,3% en el sector de la construcción. Estos resultados, unidos a la ralentización del crecimiento de la población activa hasta el 0,1%, provocaron un repunte de la tasa de desempleo, que alcanzó el 21,6% desde el 20,1% de 2010.

Gráfico 16

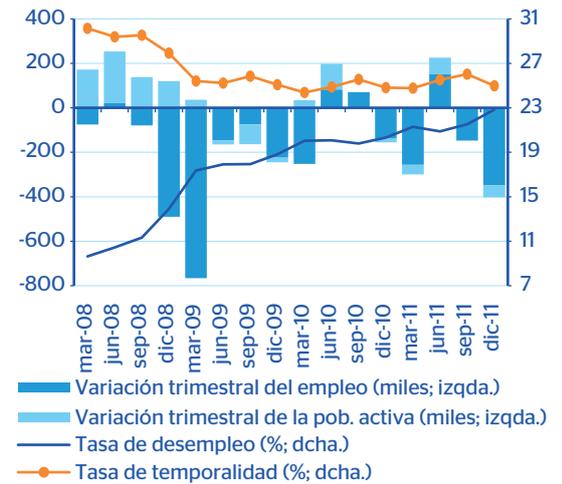
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (% m/m, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEYSS

Gráfico 17

España: indicadores del mercado laboral



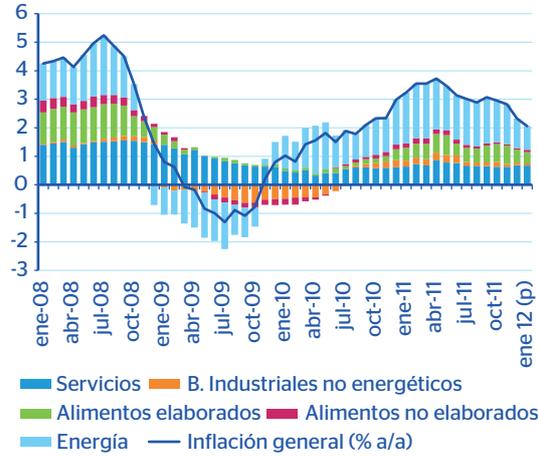
Fuente: BBVA Research a partir del INE

La inflación continúa en su senda de desaceleración

Durante los últimos meses, la inflación general ha continuado mostrando una desaceleración paulatina, hasta alcanzar el 2,0% a/a en enero de 2012 (según su indicador adelantado). Así, se constata que, ante la ausencia de presiones inflacionistas de demanda, las elevadas tasas de inflación observadas durante el pasado ejercicio económico (3,2% en media y 1,7% en términos de la subyacente), se derivaron, en buena medida, del efecto base generado tanto por el repunte del precio de las materias primas a finales de 2010 y principios de 2011, como de los cambios impositivos experimentados en la economía española en el 2S10. La incidencia del primero de estos factores se aprecia claramente en las contribuciones de cada uno de los componentes del IPC al crecimiento de los precios al consumo (véase el Gráfico 18). Por ejemplo, de la inflación general registrada a finales del 4T11 (2,4% a/a en diciembre), todavía 1,2pp se atribuyen exclusivamente al componente energético y a los alimentos no elaborados, mientras que 1,2pp al subyacente, de los cuales 0,6pp se corresponden con sus partidas más sensibles a la evolución de los precios de las materias primas (esto es, alimentos elaborados y viajes organizados). Por su parte, la incidencia del segundo factor se puede valorar con los datos del Cuadro 4, relativos al diferencial de inflación respecto a la zona euro. Los registros más recientes muestran que el diferencial de inflación se situó, en promedio, en 0,7pp durante el 1S11, reduciéndose hasta los 0pp en promedio durante el 2S11, cuando se terminó de diluir el efecto base del incremento del IVA un año antes; por el contrario, a impuestos constantes, el diferencial se mantuvo favorable a España hasta el 1S11, situándose nuevamente en una cota positiva, aunque moderada, en el 2S11.

Gráfico 18

España: contribuciones al crecimiento de la inflación general



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 4

Diferenciales de inflación respecto al área euro

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

(*) Promedio hasta nov-11 para las cifras a impuestos constantes
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

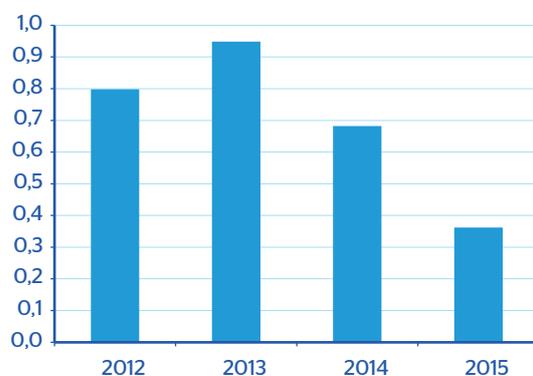
Escenario 2012-2013: los sesgos a la baja se materializan, dando lugar a una caída del PIB en 2012 y una recuperación lenta en 2013

Como adelantábamos en la introducción de esta sección, la confirmación de un entorno de mayor incertidumbre supone el deterioro de diversos fundamentales relevantes para la evolución de la economía española que, en balance, implican una revisión sustancial de las perspectivas de crecimiento para los próximos dos años.

Empezando por los factores externos, las tensiones en los mercados de capital, fundamentalmente en Europa, se han mantenido más allá de lo que se esperaba hace 3 meses, dando lugar a un deterioro respecto a las perspectivas sobre el coste de financiación a medio y largo plazo en España. En particular, es probable que la prima de riesgo española se mantenga, en promedio durante el año, alrededor de los niveles a los que se encuentra al cierre de esta publicación y que su reducción hacia los niveles que se consideran consistentes con sus fundamentales (alrededor de los 120pb) sea muy lenta. Este deterioro relativo en el coste de financiación, supondrá uno de los principales lastres con los que tendrán que lidiar tanto el sector público como el privado (véase el Gráfico 19), a pesar de que, como consecuencia de las peores perspectivas respecto a la actividad en Europa y una tasa de inflación bajo control, es muy probable que el BCE vuelva a disminuir en 25pb más el tipo de referencia. Por lo tanto, esta política monetaria más laxa, junto con las medidas de liquidez implementadas a finales del año anterior y los avances en la gobernanza europea, no serían suficientes para compensar el incremento en la prima de riesgo de España, resultado de la lentitud en la resolución de la crisis y la falta de cumplimiento de los compromisos en materia fiscal, dando como resultado un impacto significativo y negativo en el PIB (véase el Gráfico 20).

Gráfico 19

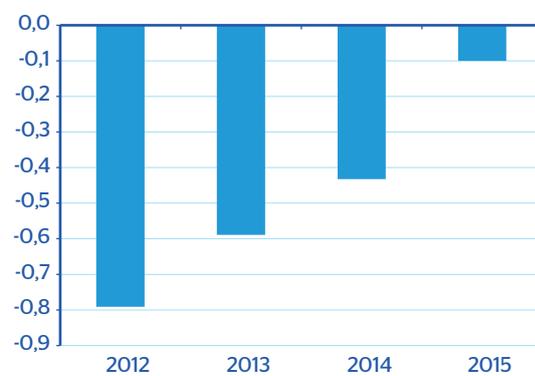
España: tipos de interés del bono a 10 años (pp, diferencia respecto a la anterior previsión)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 20

España: impacto en el PIB de la diferencia en el escenario de tipos a 10 años (pp respecto a la anterior previsión)



Fuente: BBVA Research

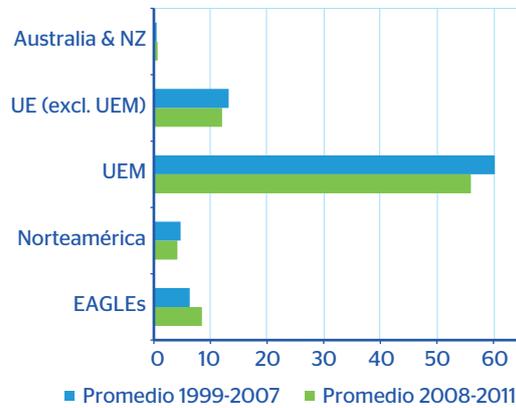
Igualmente relevante será el impacto de la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del conjunto del área euro que se transmitirá por el canal comercial. A pesar de que en el pasado reciente las exportaciones españolas han logrado una mayor diversificación geográfica, los socios comerciales europeos siguen representando una proporción significativa de los flujos hacia el exterior (véase el Gráfico 21). En este contexto, y teniendo en cuenta la magnitud del ajuste que se prevé, es de esperar una revisión significativa de las exportaciones durante el actual ejercicio económico. Adicionalmente, como se observa en la simulación presentada en el Gráfico 22, dado el contenido importador de las exportaciones españolas y la repercusión de la desaceleración de la actividad comercial en el resto de sectores de la economía, se prevé una corrección a la baja de las importaciones de una magnitud algo superior a la de las exportaciones y una desviación menor de la demanda interna⁵. En consecuencia, la caída superior de las importaciones respecto a la que previsiblemente experimentarían las exportaciones resultaría en un incremento de la contribución de la demanda externa neta al crecimiento, que compensaría parcialmente la menor contribución de la demanda interna, procurando así una menor desviación del PIB. Con todo, el incremento en los diferenciales de crecimiento entre Europa y el resto del mundo, junto con una política monetaria relativamente más expansiva, traerán un euro más débil, lo cual previsiblemente amortiguará, aunque de forma moderada, el impacto de las menores perspectivas de crecimiento en Europa sobre las exportaciones y el crecimiento económico en España⁶.

5: El impacto sobre la demanda doméstica previsiblemente se concentraría, principalmente, en la inversión empresarial, aunque el efecto probablemente se trasladaría, en una segunda ronda y en una magnitud menor, a otros componentes de la demanda doméstica.

6: La depreciación esperada del tipo de cambio efectivo real en 2012 - cercana al 1% y parcialmente sustentada por una depreciación del tipo de cambio nominal euro-dólar del 4,8% - tendría un efecto limitado sobre el crecimiento a largo plazo de las exportaciones, en la horquilla del 0,5-0,6%.

Gráfico 21

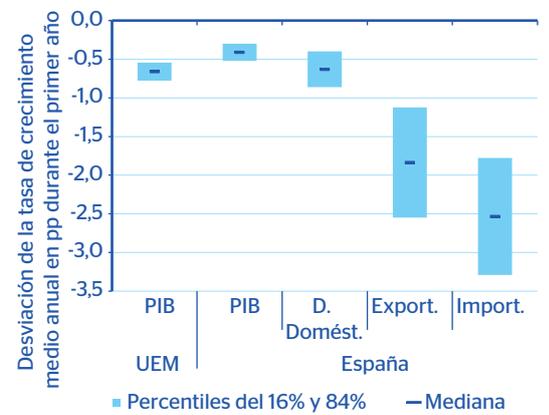
España: composición de las exportaciones por principales áreas geográficas desde la entrada en la UEM (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 22

Respuesta de la economía española a un shock permanente de demanda en la UEM*

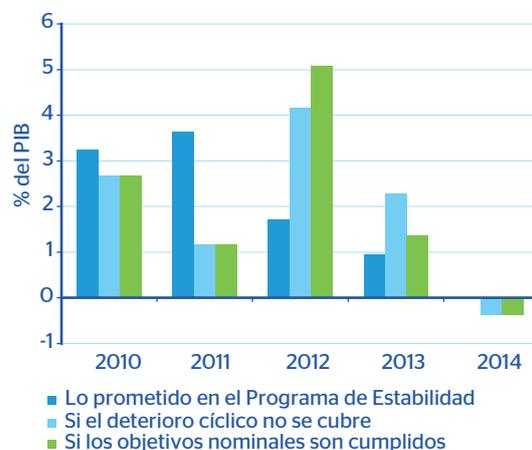


* El shock permanente simulado es equivalente a una desviación típica de la tasa intertrimestral del PIB de la UEM
Fuente: BBVA Research

En el plano doméstico, el principal factor que incide en la revisión de nuestro escenario es la desviación del déficit de las administraciones públicas y el ajuste adicional que este implicará, cuyo tamaño, composición y temporalidad son claves para estimar su impacto sobre la actividad. Como se especifica en el Recuadro 3, el ajuste fiscal en 2012 podría estar entre los 40 y los 50 mil millones de euros, aunque una parte de lo anterior ya se descontaba en publicaciones anteriores. Como se puede observar en el Gráfico 23, el Gobierno español tenía previsto realizar la mayor parte de la reducción en el déficit estructural (6,5% del PIB en 2011) entre 2009 y 2011 de acuerdo al actual plan de estabilidad aprobado por la Comisión Europea. A partir de 2012, el tamaño del ajuste disminuía, aunque, en cualquier caso, se descontaba que se tendrían que anunciar medidas de reducción del déficit en torno a un 2% del PIB durante el presente año. Por lo tanto, las previsiones presentadas en la anterior edición de esta publicación ya tomaban en cuenta dicha consolidación. Sin embargo, el incumplimiento del objetivo en 2011 implica que el ajuste estructural acumulado debe ser de alrededor de 40 mil millones y, si adicionalmente, se quiere compensar el deterioro cíclico en los ingresos y gastos públicos, el ajuste podría sobrepasar los 50 mil millones de euros. A este respecto, los Gráficos 24 y 25 muestran que experiencias de consolidación fiscal de este tamaño en países desarrollados son muy difíciles de encontrar, y que, salvo alguna excepción, el ajuste fue acompañado de reducciones del PIB.

Gráfico 23

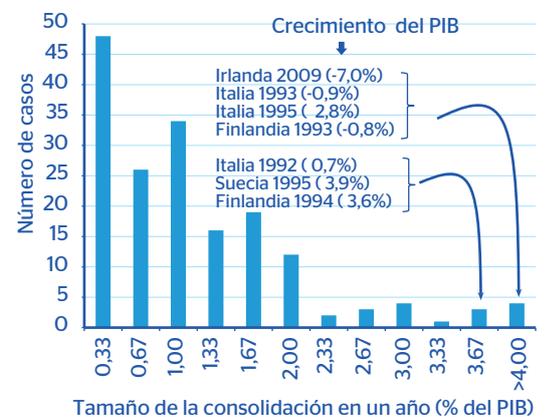
España: mejora en déficit estructural (% del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 24

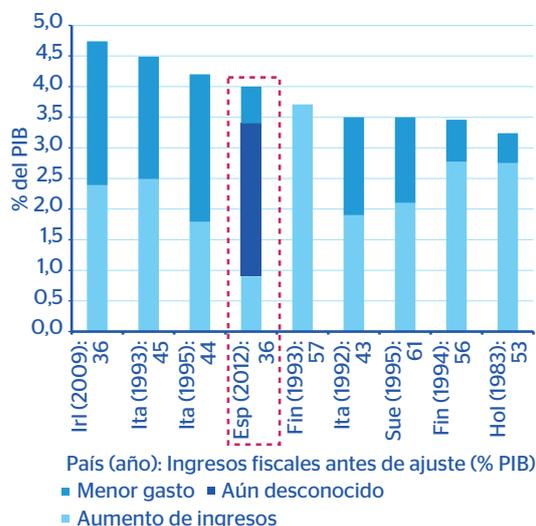
Distribución de las consolidaciones fiscales en países OCDE con objetivos de reducción de déficit



Basado en 173 casos de consolidación fiscal entre 1978-2009 para 17 países de la OECD (Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Portugal, España, Suecia, Reino Unido y EE.UU.)
Fuente: BBVA Research a partir de Devries et al. (2011)

Gráfico 25

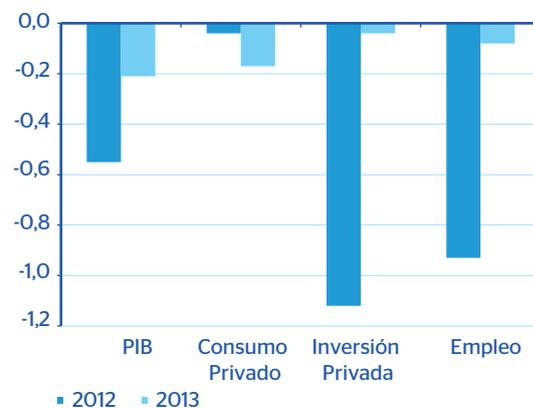
Mayores consolidaciones fiscales en OECD, 1978-2009: descomposición por tipo de ajuste



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

Gráfico 26

España: impacto de medidas fiscales anunciadas usando modelo REMS (pp)



Fuente: BBVA Research

Tanto la contribución a la reducción del déficit por niveles de administración pública, como la composición de las medidas a implementar es relativamente incierta. Por lo tanto, a continuación se presenta una evaluación de las medidas conocidas hasta el momento y que se limitan a las anunciadas por el Gobierno como resultado de la prórroga del presupuesto de 2011, el acuerdo de no disponibilidad de gasto y los incrementos en los impuestos directos.

Las medidas adoptadas por el Estado son creíbles tanto por el efecto esperado en la recaudación (6,100 millones de euros), como por basarse en una reducción del gasto (8,900 millones de euros). Lo anterior es valorado positivamente, ya que esta mayor participación de los recortes en el ajuste fiscal le da mayor credibilidad y minimiza el impacto negativo sobre la actividad y el empleo. Dentro de las políticas encaminadas a incrementar la recaudación, el Gobierno ha optado por una subida temporal (2 años) y significativa de los impuestos directos, frente a un descenso mayor del gasto o, en su defecto, un aumento permanente de los impuestos indirectos, opciones más adecuadas para reducir el déficit estructural con menores efectos distorsionadores sobre el crecimiento económico, el empleo y el ahorro. En cualquier caso, la temporalidad en el aumento de los impuestos directos debería reducir su impacto negativo sobre el crecimiento, lo que se refleja en que las medidas anunciadas, por valor del 1,5% del PIB, tienen un efecto menos que proporcional sobre el producto (véase el Gráfico 26). Sin embargo, las condiciones que permiten que esto suceda, como el acceso a la liquidez por parte de familias y empresas (ya sea a través del crédito o del desahorro), se encuentran restringidas, lo que podría potenciar el efecto negativo del incremento en la imposición, sobre todo en aquellos agentes que por su situación tengan un menor acceso a instrumentos de financiación. Asimismo, que las únicas medidas que han sido anunciadas sean temporales no es completamente positivo. Como se decía anteriormente, el Gobierno está comprometido a reducir el déficit público de forma permanente, lo que implica que cuando expiren estas medidas deberán necesariamente ser sustituidas por otras con el mismo impacto sobre las cuentas públicas.

Una vez descontados los anteriores factores, junto al resto de innovaciones de menor calado sobre nuestras previsiones de noviembre⁷, es de prever que la economía española continúe registrando tasas de crecimiento intertrimestral negativas durante los próximos trimestres, lo que supone, en balance, una contracción del PIB en torno al -1,3% para el conjunto del ejercicio económico, que implica una revisión de 2,3pp respecto a las previsiones proyectadas en la edición anterior de esta publicación. Asimismo, es de esperar que, en ausencia de medidas que corrijan los principales problemas de la economía española, la recuperación a partir de 2013 sea lenta, con tasas de crecimiento del PIB positivas, aunque de una magnitud moderada, que se trasladarían en un crecimiento en torno al 0,6% (véase el Cuadro 5).

7: Esto es, el crecimiento ligeramente menor al esperado en el 2S11 junto con un precio del petróleo algo más elevado de lo que se esperaba entonces (3% en media para 2012).

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Cuadro 5

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a, salvo indicación contraria)	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2013 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	0,1	1,4	0,7	0,4	0,5	-0,7	-0,4	-0,8	0,6	-0,3	-2,3	-1,1
G.C.F Privado	0,0	1,5	0,8	0,8	0,5	-0,3	0,4	-0,7	0,8	0,0	-2,0	-0,9
G.C.F Hogares	-0,1	1,5	0,8	0,8	0,5	-0,3	0,4	-0,7	0,7	0,0	-2,0	-0,9
G.C.F AA.PP	0,6	1,0	0,2	-0,9	0,4	-1,7	-2,3	-1,1	0,2	-1,2	-3,1	-1,8
Formación Bruta de Capital	-9,6	-4,1	-5,2	-5,0	-4,5	-5,0	-4,0	-3,7	-6,0	-4,3	-6,2	-1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	-9,8	-4,3	-5,5	-5,4	-4,9	-5,5	-4,2	-3,9	-6,2	-4,6	-6,3	-1,9
Activos Fijos Materiales	-10,0	-4,5	-5,4	-5,4	-5,3	-5,7	-4,5	-4,1	-6,3	-4,9	-6,6	-2,1
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-3,4	11,7	7,3	5,4	5,6	1,5	2,4	-1,3	5,3	2,1	-5,0	2,1
Equipo y Maquinaria	-3,6	12,1	7,5	5,8	5,8	1,6	2,5	-1,4	5,5	2,1	-5,2	1,9
Construcción	-12,2	-9,4	-9,5	-9,3	-9,3	-8,4	-7,4	-5,4	-10,1	-7,6	-7,3	-4,0
Vivienda	-13,9	-10,0	-8,7	-6,5	-5,9	-5,4	-4,1	-3,9	-9,8	-4,8	-6,5	-1,5
Otros edificios y otras construcciones	-10,4	-8,8	-10,4	-11,8	-12,4	-11,2	-10,4	-6,8	-10,4	-10,2	-8,0	-6,5
Activos Fijos Inmateriales	-5,4	-0,5	-7,8	-5,4	1,2	-3,1	0,8	0,0	-4,8	-0,2	-2,3	1,7
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-2,4	0,1	-0,7	-0,9	-0,7	-1,7	-1,2	-1,5	-1,0	-1,3	-3,2	-1,3
Exportaciones	11,9	15,3	11,8	14,9	13,9	8,7	8,1	5,9	13,5	9,2	1,6	8,2
Importaciones	6,3	14,5	7,0	8,0	7,1	-0,7	0,8	-0,7	8,9	1,6	-4,8	2,1
Saldo exterior (*)	1,1	-0,1	1,1	1,6	1,6	2,5	2,0	1,8	0,9	2,0	1,9	1,9
PIB pm	-1,3	0,0	0,4	0,7	0,9	0,8	0,8	0,4	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Pro-memoria												
PIB sin inversión en vivienda	0,0	0,9	1,1	1,3	1,5	1,3	1,1	0,7	0,8	1,2	-0,9	0,8
PIB sin construcción	1,2	1,9	2,3	2,6	2,9	2,5	2,2	1,4	2,0	2,3	-0,3	1,3
Empleo total (EPA)	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-1,3	-0,9	-2,1	-3,3	-2,3	-1,9	-4,2	-1,9
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	20,0	20,1	19,8	20,3	21,3	20,9	21,5	22,8	20,1	21,6	24,4	24,6
Empleo total (e.t.c.)	-4,2	-2,9	-2,0	-1,4	-1,4	-1,1	-1,9	-2,8	-2,6	-1,8	-3,8	-1,9

(*) contribuciones al crecimiento

Fuente: INE, Banco de España y previsiones BBVA Research

Dado el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la economía española, el mercado laboral continuará deteriorándose

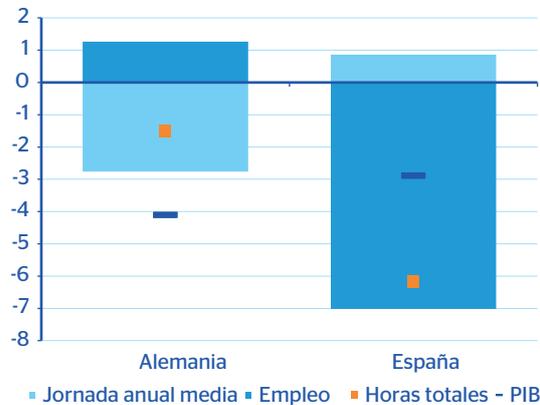
Así, el empleo disminuirá durante el 2012 y la primera mitad de 2013, lo que provocará un repunte de la tasa de desempleo, que se situará en el entorno del 25% a pesar de la caída esperada de la población activa. Uno de los objetivos de la reforma laboral⁸ debería ser facilitar cuanto antes el necesario reequilibrio entre la corrección del margen extensivo (ocupados) y del intensivo (horas de trabajo), de manera que se minimicen los efectos de la recesión económica sobre el mercado laboral y se eviten los efectos multiplicadores a los que puede dar lugar la destrucción de puestos de trabajo. Como se puede observar en el Gráfico 27, las rigideces a las que se enfrentan empresas y trabajadores para modificar sus condiciones de trabajo -en particular, la jornada- provocaron que entre 2007 y 2009 el ajuste en el mercado laboral español -a diferencia, entre otros, del alemán- se concentrara en el empleo en lugar de hacerlo en el número de horas trabajadas. Por este motivo, la promoción de los mecanismos de flexibilidad interna reflejada en el acuerdo para el empleo y la negociación colectiva 2012-2014⁹, rubricado por CEOE, CEPYME, CCOO y UGT el pasado 25 de enero, es bienvenida.

8: Un análisis detallado de la reforma laboral propuesta por BBVA se puede encontrar en el número de marzo de 2009 de nuestra revista *Situación España*.

9: El texto completo del acuerdo se puede encontrar aquí: <http://www.ccooes/comunes/temp/recursos/1/1146383.pdf>

Gráfico 27

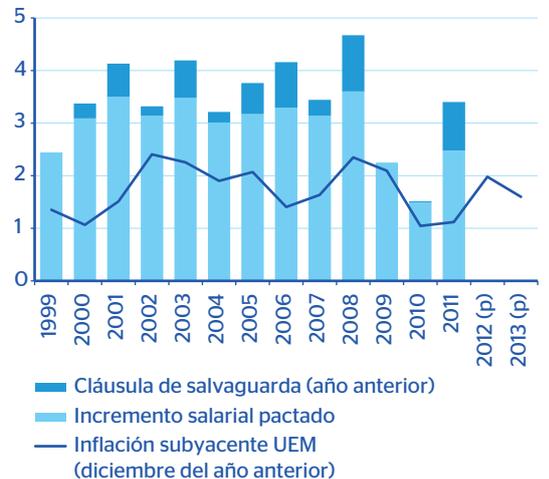
Crecimiento económico y descomposición del ajuste en el número de horas trabajadas (Variación acumulada 2007-2009, en %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y CE

Gráfico 28

España: crecimiento salarial pactado en convenio colectivo y cláusula de salvaguarda en t-1 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de MEYSS, MEH y Eurostat

Además del impulso de la flexibilidad interna como alternativa a la destrucción de empleo, que la nueva reforma laboral debe promover, el texto del acuerdo entre patronal y sindicatos contiene otros aspectos positivos como la apuesta por la moderación salarial (véase el Cuadro 6) y la promoción del pago por rendimiento. Al respecto, el cambio en el proceso de activación de las cláusulas de revisión salarial podría mitigar el sesgo inflacionista inherente al mecanismo de determinación salarial vigente en España e incrementar nuestra competitividad precio. Como refleja el Gráfico 28, los salarios pactados en convenio colectivo en España han crecido 1,2 puntos por encima de la inflación subyacente de la UEM en términos promedio desde la creación de la zona euro¹⁰.

Sin embargo, la situación en la que se encuentra el mercado laboral español, con una tasa de desempleo que se aproxima al 23%, demandaba compromisos más ambiciosos. En particular, hubiese sido deseable eliminar las cláusulas de salvaguarda para evitar que incrementos transitorios de los precios se trasladen a salarios y generen efectos de segunda ronda. Adicionalmente, la apuesta por el mantenimiento de la estructura actual de la negociación colectiva (especialmente, de los convenios provinciales de sector) y la renuncia expresa a flexibilizar el sistema de cláusulas de descuelgue salarial representan aspectos negativos del acuerdo, ya que favorecen la pervivencia de las rigideces inducidas por nuestro sistema de negociación.

Cuadro 6

Características del acuerdo de moderación salarial

	2012	2013	2014
Crecimiento salarial pactado en convenio	≤ 0,5%	≤ 0,6%	≤ 0,6% si ΔPIB2013 < 1% ≤ 1,0% si 1% ≤ ΔPIB2013 < 2% ≤ 1,5% si ΔPIB2013 ≥ 2%
Cláusula de revisión salarial		(inflación -2%) si inflación > 2%	
Inflación de referencia		La menor de (España, UEM)	
		Se excluirá el componente energético si el crecimiento interanual del Brent en diciembre es > 10%	

Fuente: BBVA Research

10: Durante el mismo periodo, la productividad del trabajo (medida a través del PIB por hora trabajada) ha crecido en España a una tasa similar a la del conjunto de la UEM.

El deterioro de los fundamentales supondrá una presión a la baja tanto para la demanda externa como, sobre todo, para la demanda interna

En primer lugar, la desviación del déficit público respecto a los objetivos prometidos para 2011 supone una revisión a la baja del gasto público en 2012, que en términos reales de la Contabilidad Nacional de España (CNE) se saldaría con una caída de 3,1% del consumo público y del 8,0% de la inversión en construcción no residencial (-1,8 y -6,5%, respectivamente en 2013).

En cuanto al consumo privado, la degradación prevista de sus determinantes anticipa una caída del gasto durante todo el 2012 y la primera mitad del 2013. Así, la aceleración del ritmo de deterioro del empleo provocará una disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de los hogares. Adicionalmente, el incremento de la presión fiscal como consecuencia de la necesidad de satisfacer los objetivos de déficit público reducirá el componente no salarial a pesar del posible repunte que pueda experimentar el volumen de prestaciones por desempleo. Por su parte, la riqueza financiera neta no se recuperará hasta 2013, mientras que la inmobiliaria continuará cayendo durante todo el horizonte de predicción. Por el contrario, la reducción de la tasa de ahorro de los hogares hasta su nivel precrisis, la ausencia de presiones inflacionistas y el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos acotarán la contracción del consumo privado durante el próximo bienio.

Por otro lado, la revisión a la baja tanto de la demanda externa como de la demanda doméstica pública y privada, junto con las dificultades de acceso a la financiación, obliga a revisar a la baja la inversión empresarial en 2012 tras el crecimiento del 2,1% con el que habría despedido 2011. En particular, se espera que el presente año cierre con un crecimiento negativo, para comenzar en 2013 una tímida recuperación que irá afianzándose en la medida que la demanda externa vaya recuperando tracción y la interna deje de contraerse.

De forma análoga, la evolución de la inversión residencial estará condicionada por el comportamiento de la demanda interna. La incapacidad de la economía de generar empleo, las dudas que pudieran surgir en torno a la provisión de crédito y el empeoramiento de las expectativas de los hogares, sesgarán a la baja la demanda de vivienda durante los próximos dos años. Todo ello a pesar de los incentivos fiscales aprobados recientemente dirigidos a favorecer la demanda de vivienda y, por tanto, a reducir el stock de viviendas sin vender. Aunque se espera que la sobreoferta siga reduciéndose debido a la acusada disminución de la oferta de nueva vivienda, se prevé que lo haga a un ritmo menor de lo que se contemplaba en nuestro anterior escenario macroeconómico. En síntesis, se estima una mayor contracción de la inversión en vivienda en 2012 y el inicio de su recuperación a partir del último tramo de 2013, con comportamientos muy diferenciados por áreas geográficas.

Finalmente, como se ha destacado en números previos de esta revista, la recuperación de la economía española a medio plazo vendrá fuertemente ligada a la coyuntura externa. Aunque el menor crecimiento de la economía mundial en 2012 -fundamentalmente como consecuencia de la contracción prevista para el conjunto de la UEM¹¹, repercutirá sustancialmente en el menor avance de los flujos comerciales, las perspectivas apuntan a que el ejercicio económico volverá a estar marcado por un crecimiento de las exportaciones españolas, si bien de una magnitud sustancialmente menor a la observada en los dos últimos años, al que contribuirá de forma moderada la depreciación del tipo de cambio del euro. Asimismo, la desaceleración de la demanda en Europa se notará en el turismo -tendencia ya detectada en los últimos compases de 2011 y cuya continuidad en los primeros meses de 2012 constata el nuevo indicador BBVA-Google¹², aunque la continuidad de los factores de inestabilidad en el norte de África y el tipo de cambio del euro podrían volver a proteger la oferta turística española en 2012. Por último, en línea con la debilidad de la demanda interna y con la desaceleración de las exportaciones, las importaciones se resentirán de forma especial en 2012, dando lugar a una elevada aportación del sector exterior al crecimiento. La recuperación de la economía europea en 2013, aunque modesta, revitalizará el tirón exportador de la economía española, ejerciendo, nuevamente, como soporte del crecimiento del PIB.

11: Como se adelantaba anteriormente, el elemento compensador de 2012 se encuentra en la depreciación esperada del euro, si bien este factor únicamente ejercería un efecto moderado sobre las exportaciones y el crecimiento económico.

12: La información disponible sobre los nuevos indicadores de coyuntura turística Google-BBVA se encuentra disponible aquí: http://www.bbvaesearch.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/espana/novedades/detalle/346_270382.jsp?id=tcn:346-176089-64.

La elevada incertidumbre y el deterioro previsto de la economía ratifican la necesidad de un mayor impulso reformador

A pesar de que la actualización del escenario de la economía española presentado en esta publicación recoge una sustancial revisión negativa de las perspectivas a corto y medio plazo, conviene volver a resaltar que el contexto actual es propicio para la implementación rápida de políticas estructurales ambiciosas que, de ejecutarse de forma efectiva, generarían un ajuste menos doloroso (sobre todo, en términos de empleo) y producirían las condiciones necesarias para una recuperación más pronta y robusta.

En este sentido, son bien recibidas las medidas adoptadas por el Estado para corregir parte de la desviación del déficit anunciado para 2011, así como el acuerdo -no lo suficientemente ambicioso- alcanzado por los agentes sociales para la promoción de los mecanismos de flexibilidad interna reflejada en el acuerdo para el empleo y la negociación colectiva 2012-2014 firmado el pasado 25 de enero. También lo es el establecimiento por parte del ejecutivo de un calendario de reformas en el que están incluidas la del sistema financiero y la del mercado laboral, vitales para asegurar un mejor funcionamiento de la economía española a medio y largo plazo.

Sin embargo, el tiempo apremia y el margen de maniobra con que cuentan tanto los agentes como las autoridades económicas en España para sortear los ajustes es cada vez más reducido. En este contexto, es fundamental que se produzca con celeridad una concreción del contenido de las reformas estructurales planteadas. En este orden de ideas, resulta importante destacar que, aunque buena parte de los riesgos que se contemplaban en nuestro escenario de noviembre se han materializado, la ausencia de medidas definitivas, tanto a nivel europeo como a nivel interno, que despejen por completo las dudas que persisten sobre la gobernanza europea y la capacidad de crecimiento y creación de empleo de la economía española, pueden derivar en escenarios incluso más adversos del que se presenta en esta revista.

Recuadro 2. Previsiones de crecimiento regional: se incrementa la dispersión

El peor comportamiento de la economía europea a finales de 2011 y el empeoramiento generalizado de las expectativas de la economía española tienen una traslación diferenciada en las distintas comunidades autónomas a causa de las especificidades de cada una de ellas. Así, es previsible que en 2012 todas las regiones experimenten un crecimiento negativo, pero que el impacto de la recaída en la recesión sea probablemente mayor en aquellos territorios que dependen en mayor medida de la demanda interna, bien sea de la propia región o del conjunto de España.

El comportamiento diferencial de la demanda interna continuará marcado por diversos factores. Por el lado de los hogares, el deterioro en las perspectivas de actividad supondrá un aumento en el nivel de desempleo, lo que afectará negativamente y de manera desigual a la renta disponible de las familias dependiendo de su grado de exposición al ajuste fiscal regional y del grado de cobertura del sistema de prestaciones por desempleo. Asimismo, las dificultades en el ajuste del sector inmobiliario (que se traducen también, a efectos de demanda, en niveles de apalancamiento diferenciales) continúan condicionando la capacidad de recuperación de la economía. El nivel de ahorro alcanzado en el pasado, y la capacidad de generación de renta relativa (PIB per cápita), son factores que favorecen que el ajuste pueda continuar siendo menos traumático en algunas regiones. Como se ha publicado ya en otras publicaciones de BBVA Research¹³, las diferencias en términos de ahorro de los hogares entre regiones son relevantes (más de 20 puntos en la tasa de ahorro entre las comunidades más y menos ahorradoras) y condicionan la capacidad de absorber un nuevo proceso de contención de la renta sin que se traslade, en su totalidad, a una disminución del consumo o la inversión.

Respecto del sector público, y en un entorno que se va a caracterizar por la intensificación de la consolidación fiscal, aquellas comunidades con mayor dependencia del sector en términos de empleo y actividad probablemente serán más sensibles al ajuste. No obstante, la situación no es igual en todas las comunidades autónomas, encontrándose necesidades de ajuste claramente diferenciadas. Castilla-La Mancha y la Comunidad Valenciana son los casos más destacados, con elevados niveles de deuda y déficit, junto a Cataluña. Pero mientras que esta última ya inició la corrección en 2011, en muchas otras el grueso del ajuste está apenas comenzando, lo que augura impactos mayores en 2012 y también en 2013. En cambio, comunidades como País Vasco, Navarra, Madrid o Castilla y León previsiblemente se verán sujetas a una menor restricción en los presupuestos autonómicos, lo que les da una ventaja respecto al resto de comunidades autónomas.

En esta línea, el endurecimiento de las condiciones de ajuste fiscal que deben cumplir las comunidades autónomas y corporaciones locales probablemente permitirá salir antes de la crisis a los primeros en hacer los deberes, aunque indudablemente tendrá un impacto a corto plazo que será mayor cuanto más necesario sea ese ajuste, y cuanto mayor sea el peso del sector público en dicho territorio. La solución, no obstante, no se encuentra en posponer indefinidamente el proceso (que debería realizarse igualmente, pero en condiciones más duras).

Finalmente, por el lado positivo se encuentra la demanda externa, aunque con menor apoyo del experimentado en los dos últimos años. Aquellas comunidades con un mayor nivel de apertura deberían verse más beneficiadas del crecimiento global, aunque similarmente a lo que ocurrió en 2011, el impacto será mayor para las comunidades que dirigen su oferta hacia mercados emergentes, tendiendo, en cambio, a perder parte de este apoyo las que se dirigen en mayor medida al mercado europeo, en el que la demanda interna experimentará, en el mejor de los casos, un estancamiento. Así, la producción de bienes con destino a la exportación podría mostrar un menor dinamismo que en 2011, aunque la aportación al crecimiento del sector exterior podría beneficiarse del ajuste previsiblemente más intenso de las importaciones.

En el turismo, y a la luz de la continuación de las dificultades en los países del Magreb que los mantienen en una posición retraída como competidores, 2012 podría continuar mostrando una contribución positiva, si bien como en el resto de las exportaciones, la tendencia será a la desaceleración. El práctico estancamiento de la demanda interna en los mercados principales sólo se verá parcialmente compensado por el efecto positivo que ejerce el Magreb y por el crecimiento todavía robusto de otros mercados, como el ruso o el chino, cuyo impacto global es todavía menor. En este contexto, las comunidades con una mayor orientación al turismo extranjero encontrarán algo de soporte para el crecimiento en 2012, tal como ya sucedió en 2011. Esta evolución del turismo proveniente del exterior es el que justifica el mejor comportamiento relativo de Canarias y Baleares, habiendo supuesto también un factor de soporte, aunque menos potente, para la economía catalana, si bien en este caso no compensó en su totalidad el freno en la demanda interna.

13: Por ejemplo, en Situación Galicia, diciembre 2011, que se puede consultar aquí: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/112_Situacion_Galicia_tcm346-281539.pdf?ts=3112012

El Servicio de Estudios
 del Grupo BBVA

Cuadro 7

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

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

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

Factores que condicionan las diferencias de crecimiento regional en 2012

	Inversión residencial (stock no vendido / parque de vivienda)	Dependencia del sector automóvil: % de los automóviles en las exportaciones regionales	Apalancamiento en el sector privado	Tasa de desempleo	Deuda autonómica (% PIB)	PIB per cápita relativo	Apertura comercial (bienes y turismo)
P. Vasco	√		√	√	√	√	
Cantabria	√						
Madrid					√	√	
Navarra		X		√		√	√
Asturias			√				
Galicia							
Aragón		X					
Castilla y León		X	√				
Cataluña					X		√
Baleares			X		X		√
Extremadura	√					X	X
La Rioja	X						X
Canarias	X			X			√
Murcia			X				
Andalucía			X	X		X	
Castilla-La Mancha	X				X	X	X
C. Valenciana	X		X		X		

Nota: X representa un condicionante negativo y √ uno positivo. Se considera un condicionante cuando se supera en una desviación típica a la media

Fuente: BBVA Research

Recuadro 3. Consolidación fiscal: un paso hacia atrás, ¿dos hacia delante?

La desviación respecto al objetivo de déficit de 2011 es un duro golpe a la credibilidad del conjunto de las administraciones públicas

En su primer consejo de ministros del pasado 30 de diciembre de 2011, el Gobierno anticipó que el déficit público de ese año podría haber superado el 8% del PIB, muy lejos del objetivo del 6% establecido para el total de las administraciones públicas. La cifra definitiva se conocerá en febrero, pero, de acuerdo al comportamiento observado hasta el mes de noviembre, la posible desviación del Estado y de las corporaciones locales respecto a sus objetivos podría ser de sólo algunas décimas. Algo mayor habría sido el desajuste de la Seguridad Social, que pasaría a registrar un ligero déficit, mientras que la mayor desviación respecto a los compromisos establecidos se observaría en las comunidades autónomas.

La confirmación de este anuncio supondría, en primer lugar, la verificación de que los instrumentos de control puestos en marcha por el Estado no han sido suficientes para incentivar el cumplimiento por parte de las comunidades autónomas. En segundo lugar, la necesidad de la implementación inmediata de medidas que compensen la desviación observada en 2011 y garanticen que el incumplimiento de los compromisos no se va a repetir este año. Asimismo, las cifras definitivas permitirán explicar por qué el desajuste ha sido especialmente acusado durante el último trimestre del año, más allá de lo que se infería que podría suceder dadas las tendencias observadas en los últimos meses, sobre todo en lo referente a las cuentas del Estado.

La respuesta por parte del Estado ha sido contundente pero insuficiente para garantizar el cumplimiento de sus objetivos para este año

Como respuesta a esta importante desviación, el Gobierno presentó unas medidas de ajuste cuya cuantía (1,5% del PIB) es similar a la cantidad que necesitaría el Estado para reducir su déficit desde el objetivo previsto en 2011 (4,8%) al de 2012 (3,2%), en ausencia de desviaciones en 2011, y con el mismo escenario de crecimiento que se preveía cuando se realizó el compromiso. Cuando el Gobierno tenga a su disposición las cifras finales de 2011 y las nuevas previsiones de crecimiento de la economía española (a publicar por la Comisión Europea) deberá, por tanto, anunciar medidas adicionales que compensen tanto la magnitud del incumplimiento que se haya producido en 2011 como el previsible deterioro del déficit derivado de las peores perspectivas de crecimiento para la economía española en 2012.

El ajuste del Estado, necesario y creíble, supone también una oportunidad perdida para mejorar la eficiencia del sistema impositivo y la gobernanza del gasto

Las medidas adoptadas por el Estado son creíbles tanto por el efecto esperado en la recaudación (6.100 millones de euros), como por basarse, en un 60%, en una reducción del gasto público (8.900 millones de euros). Esto es positivo, ya que, por un lado, la mayor participación de los recortes en el ajuste fiscal respecto al incremento en impuestos le da mayor credibilidad (la reducción del déficit no depende, en su mayoría, de previsiones inciertas de recaudación) y, por otro, los efectos sobre la actividad y el empleo pueden ser menos negativos que la subida impositiva. Esta idea se basa en la percepción de que una parte del gasto actual podría ser ineficiente y, por lo tanto, su reducción supondría una pérdida de producto menor que la que vendría asociada al incremento de impuestos. Sin embargo, a este respecto, el tamaño y continuidad de los ajustes fiscales ha revelado una carencia importante en la administración pública española: la de una institución que sea capaz de evaluar la eficiencia, beneficios o costes para la sociedad, de la implementación de políticas de este tipo. Por ejemplo, aunque se ha hecho pública la distribución de recortes de gasto por ministerios, no se ha explicitado el criterio utilizado para su distribución. Por lo tanto, sería deseable que se avanzara en la creación de un organismo independiente de evaluación de políticas públicas que pudiera realizar análisis que sirvieran de guía para la sociedad, informando de los costes y beneficios de determinados proyectos.

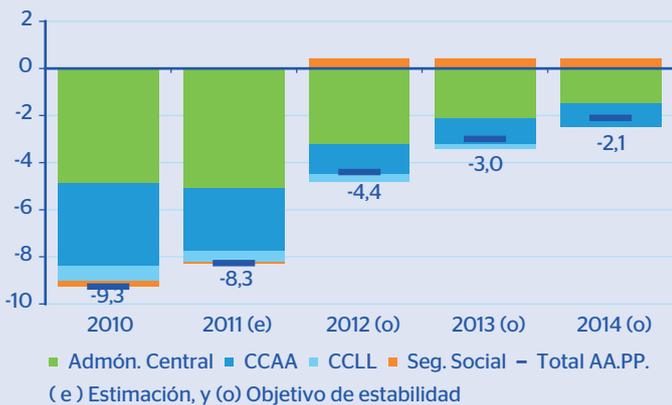
Finalmente, en lo concerniente a los incrementos impositivos y al avance hacia un sistema más eficiente, tanto el aumento de la imposición sobre las rentas del trabajo y del capital, como el regreso de la deducción por compra de vivienda no cumplen este objetivo de mayor eficiencia, mientras que la elevación, aunque impopular, del impuesto sobre bienes inmuebles (IBI) se valora positivamente. En cuanto al IRPF, la evidencia muestra que tanto el nivel como la progresividad en España no son muy diferentes respecto al resto de países del euro. Incrementar el nivel supone, cuando menos, tener una desventaja competitiva respecto al promedio de los países europeos y una mala señal para los jóvenes, en la medida en que la acumulación del capital humano y el trabajo están correlacionados con el ingreso. Respecto al IBI, su incremento es bienvenido, ya que supone un paso más tanto hacia la recuperación de ingresos perdidos relacionados con el sector inmobiliario como hacia incentivar el alquiler. Sin embargo, al mismo tiempo, el Gobierno ha retomado la deducción en el IRPF de la compra por vivienda habitual y extendido la aplicación del IVA superreducido para la adquisición de vivienda nueva, lo que efectivamente compensa los efectos de la subida del IBI.

La mayor incertidumbre respecto al ajuste en 2012 proviene de las comunidades autónomas y de la Seguridad Social

De haberse cumplido el objetivo de déficit de 2011, en 2012 únicamente se hubiera necesitado realizar una reducción del déficit del Estado de 1,5pp del PIB (el mismo importe que las medidas anunciadas) para alcanzar el objetivo. Sin embargo, de confirmarse la desviación anunciada será necesario implementar medidas adicionales -cuanto menos, equivalentes a entre 2 y 2,5pp del PIB- para cumplir con los objetivos de 2012. Este ajuste adicional debería recaer principalmente en las comunidades autónomas. Junto a ello, los ingresos de 2012 aumentarán menos de lo esperado en el Programa de Estabilidad del anterior Gobierno, ya que se preveía un crecimiento del PIB del 2,3% durante este año, frente a la caída del 1,3% prevista en esta publicación.

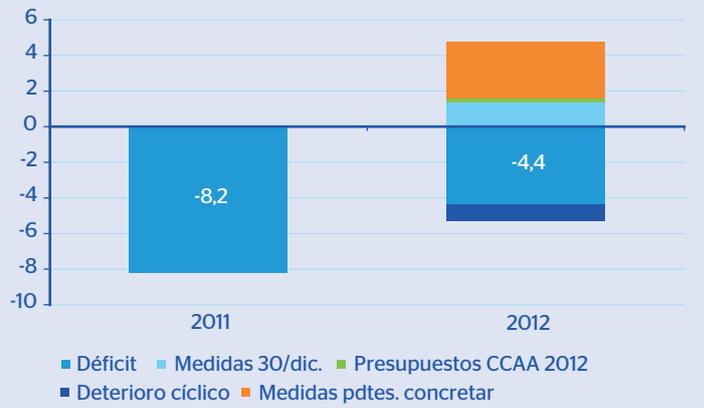
Los efectos de la recaída de la actividad pueden ser especialmente importantes para la Seguridad Social, cuya rigidez en el gasto y dependencia de la creación de empleo para generar ingresos hará difícil un cambio de tendencia respecto al deterioro que ya se ha observado en su saldo en 2011. En particular, de confirmarse esta caída del PIB, el déficit público sufriría un deterioro adicional de alrededor de 1pp del PIB. Es decir, que a los 15 mil millones de euros que ya han sido anunciados por el Estado, habría que añadir tanto las medidas encaminadas a compensar la desviación del déficit en 2011 (ligeramente por encima de 25 mil millones), como el posible deterioro cíclico como consecuencia de la caída de la actividad (que podrían estar alrededor de 10 mil millones).

Gráfico 29
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación de acuerdo al Programa de Estabilidad (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 30
AA.PP.: contribución al ajuste fiscal de acuerdo al Programa de Estabilidad (pp PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Las medidas tomadas para mejorar la liquidez de las comunidades autónomas van por el camino adecuado

La incertidumbre en los mercados de deuda soberana, junto con la poca voluntad que han demostrado las comunidades para reducir su déficit, han generado problemas importantes en el acceso al crédito para algunas de ellas, trasladando parte del problema hacia sus acreedores, particularmente empresas. Por lo tanto, las medidas adoptadas por el Gobierno, encaminadas a mejorar la posición de liquidez de las autonomías, son bienvenidas. En particular, el Estado ha establecido una extensión en el plazo de la deuda que las regiones le tienen que devolver, incrementándolo de 5 a 10 años (0,3% del PIB menos que pagar cada año), ha adelantado a la primera parte del año parte de los pagos por la liquidación del modelo de financiación correspondiente a 2010 que debería hacer durante la segunda (0,8% del PIB), ha prometido acelerar la autorización para las emisiones de deuda y ha abierto la posibilidad de acceso a una línea de crédito para que las regiones puedan pagar a las empresas.

En principio, ninguna de estas medidas tendrá efectos sobre el déficit de las comunidades autónomas. Tan sólo la última podría tenerlos, en la medida en que actuara como incentivo para que las regiones reconocieran obligaciones que hasta ahora no hubieran sido contabilizadas. En cualquier caso, el Gobierno ha sido claro al decir que el acceso a la línea de crédito estará supeditado a un plan de saneamiento, lo que limitaría probablemente la participación a aquellas comunidades que, efectivamente, hubieran demostrado una constante falta de acceso a los mercados de capital.

Más importante aún son las medidas encaminadas a mejorar la percepción de solvencia

Con el Anteproyecto de Ley de Estabilidad Presupuestaria, el Gobierno envía un mensaje al resto de sus socios europeos respecto al compromiso con la estabilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo. De esta forma, España es de los primeros países europeos en adoptar este tipo de legislación y, en principio, lo hará con un amplio consenso político, ya que ha sido respaldada por comunidades autónomas y corporaciones locales, además de haber sido consensuada con una buena parte de la oposición, por lo que no se esperan mayores retrasos en su tramitación legislativa.

Como elementos fundamentales, el anteproyecto¹⁴ introduce un límite máximo para la deuda pública del 60% del PIB y establece que, con carácter general, todas las administraciones deberán presentar equilibrio o superávit en sus cuentas y saldo estructural cero. Sólo en casos excepcionales, el déficit estructural podrá alcanzar un 0,4% del PIB. Asimismo, establece un techo de gasto para todas las administraciones, y que éste no crezca más allá de lo que lo haga el PIB nominal.

Por otro lado, se definen mecanismos de control prácticos y creíbles sobre las administraciones territoriales, lo que incrementa la probabilidad de cumplimiento de los objetivos que se establezcan durante los siguientes años. Por ejemplo, se fomenta la transparencia en la información que permita un mejor análisis de la situación de las administraciones públicas, se establecen sanciones y se marcan los pasos a seguir en caso de incumplimiento de los objetivos. De esta manera, se exigirá a las comunidades autónomas la misma transparencia en la presentación de información que Europa exige al Estado, lo que facilitará la evaluación de las medidas que se presenten a nivel regional.

Asimismo, se valora positivamente el establecimiento de un procedimiento para incentivar el pronto retorno a la disciplina fiscal en caso de desviación, que está en línea con las normas europeas. Así, se definen sistemas que permiten a los infractores presentar un plan que enderece su situación, con sanciones creíbles que no empeoren el problema (prociencia) y se implementa un castigo lo suficientemente duro como para desincentivar una desviación permanente. En primer lugar, la administración infractora deberá presentar un plan económico-financiero que corrija el desajuste en el plazo de un año (y no de tres, como los programas vigentes). Más importante aún, en caso de incumplimiento del plan, se incluye la obligación de aprobar un acuerdo de no disponibilidad de crédito que garantice la consecución del objetivo, incrementando así la credibilidad de este tipo de planes.

En segundo lugar, se establece un mecanismo efectivo de sanción, de tal forma que, en caso de incumplimiento del plan, la administración infractora deberá constituir un

depósito remunerado del 0,2% de su PIB nominal, que se convertirá en multa si a los 6 meses persiste en su incumplimiento, evitando así que la sanción potencie el problema del déficit. A esta multa, se añadirá también la que imponga Europa sobre España como consecuencia del incumplimiento de sus compromisos de estabilidad.

Adicionalmente, el Gobierno ha determinado que si el incumplimiento se mantiene después de nueve meses, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas estará facultado para enviar una misión que podría imponer un plan de saneamiento sobre la administración infractora. Evitar esta intervención por parte del Estado será, sin duda, el principal aliciente para cumplir con los objetivos de déficit por parte de las comunidades autónomas.

La efectividad de la Ley de Estabilidad Presupuestaria dependerá de lo ambiciosa que sea su implementación

El establecimiento de una regla de déficit estructural ha sido una de las reformas que se ha propuesto de manera reiterada en esta publicación¹⁵. Su adopción es un paso hacia delante para mejorar tanto la implementación de la política fiscal como la percepción de solvencia de las administraciones públicas y disminuir la volatilidad del ciclo económico español. Sin embargo, por el momento no se ha hecho pública la metodología que se utilizará para definir la posición cíclica de la economía. Desde nuestro punto de vista, el establecimiento de una metodología clara y sencilla, que sea fácilmente reproducible y susceptible de ser evaluada externamente es también una condición necesaria para que la reforma tenga el éxito esperado. Más aún, se debe hacer explícito que el objetivo de déficit debe estar fijado en términos estructurales y evitar confusiones respecto a las condiciones que se deben cumplir para acelerar el proceso de reducción de deuda, de tal manera que la política fiscal no lleve a acciones procíclicas que potencien desequilibrios. Adicionalmente, sería deseable que dicha metodología aceptara el alto grado de heterogeneidad que existe actualmente en el ajuste de los desequilibrios por comunidades autónomas y que tomara en cuenta las diferencias en la volatilidad de los ciclos entre regiones.

El ajuste fiscal necesario para llegar a los objetivos de 2020 está en línea con las estimaciones de BBVA Research

Asimismo, es positivo que cada 3 años se haga una evaluación de la evolución de las sendas de déficit estructural (0% del PIB) y de deuda (60% del PIB) para asegurar la convergencia hacia los objetivos de 2020. El Gobierno se ha planteado un periodo transitorio en el que la reducción promedio anual del déficit estructural deberá ser del 0,8%. Esto sitúa sus estimaciones de déficit estructural en el 6,5% del PIB, en línea con las de BBVA Research.

14: Para mayor detalle puede consultarse la referencia del Consejo de Ministros de 27 de enero de 2012 en http://www.lamoncloa.gob.es/ConsejodeMinistros/Referencias/_2012/refc20120127.htm

15: Véase Situación España, Mayo 2011.

Esta mejora en la gobernanza debería ser tomada en cuenta para permitir sólo el ajuste del déficit estructural

Como ya se ha dicho, el ajuste que sería necesario para lograr los objetivos para 2012 es elevado (alrededor de los 50 mil millones) y tendrá que replantearse su composición por entidades, ya que, entre otras cosas, no es creíble la mejora prevista actualmente para el déficit en la Seguridad Social. Si existe satisfacción respecto al avance en las instituciones que pretende España, tendría sentido que Europa se planteara comenzar a utilizar este nuevo marco fiscal y se dejara que los estabilizadores automáticos trabajaran sin necesidad de verse compensados por parte de las administraciones públicas. Esto implicaría que el déficit público terminaría el año 2012 aproximadamente en el 5,3% del PIB, al mismo tiempo, que España estaría cumpliendo con el ajuste fiscal prometido (de acuerdo a esta nueva definición).

Para explicar lo anterior, el Cuadro 9 incluye estimaciones de BBVA Research inferidas de las proyecciones que se encuentran en el Programa de Estabilidad 2011 realizado por el Gobierno y del escenario que se presenta en esta publicación. Lo primero a destacar es que el déficit total se divide en dos componentes, el estructural y el cíclico. La posición de la economía en el ciclo la marca la diferencia entre el PIB actual y una estimación de la tendencia de este indicador: si ambos son iguales, el déficit público por causas cíclicas es igual a cero, mientras que si el PIB se encuentra por encima (debajo) de su tendencia, entonces es probable que el ciclo económico esté contribuyendo a mejorar (empeorar) la posición de las finanzas públicas,

por lo que habrá un superávit (déficit) cíclico. De acuerdo al Cuadro 9, el Programa de Estabilidad 2011 implicaba un ajuste estructural acumulado de 4,5 pp del PIB entre 2011 y 2012, es decir, se esperaba del Gobierno español el anuncio de medidas equivalentes a más de 45 mil millones de euros durante estos dos años. El resto de la mejora en el déficit público vendría a partir de una recuperación de la economía desde niveles relativamente deprimidos. Sin embargo, la desviación respecto a los objetivos de déficit en 2011 y la revisión de las expectativas de crecimiento a la baja implican que reducir el déficit más allá del 6% del PIB en 2012 supondrá un mayor ajuste estructural que el prometido en el Programa de Estabilidad presentado por el anterior gobierno. Por lo tanto, la previsión de déficit para el total de las administraciones públicas que se presenta en esta publicación (5,3% del PIB) implica que el Gobierno tomará medidas tanto para compensar las desviaciones del año anterior, como para cumplir con los objetivos estructurales marcados en el Programa de Estabilidad 2011, pero aún así se quedará alrededor de 1pp del PIB por debajo de su objetivo como consecuencia del deterioro cíclico de la economía. Más aún, como se puede ver en el mismo cuadro, la revisión de previsiones implica que si se mantiene el objetivo del 3% de déficit a 2013, la mejora en la posición estructural de la economía sería tal que se alcanzaría el objetivo marcado en la Constitución de déficit estructural cero, siete años antes que el año fijado para ello en el Anteproyecto de Ley de Estabilidad Presupuestaria.

Cuadro 9

Proyecciones de crecimiento y déficit público

	Crecimiento PIB (%)		Déficit Público		Déficit Estructural		Déficit Cíclico	
	Programa de Estabilidad (2011)	BBVA (ene-12)						
2010	-0,1	-0,1	-9,2	-9,2	-6,9	-7,7	-2,3	-1,5
2011	1,3	0,7	-6,0	-8,2	-3,5	-6,5	-2,5	-1,7
2012	2,3	-1,3	-4,4	-5,3	-2,4	-2,4	-2,0	-2,9
2013	2,4	0,6	-3,0	-3,0	-1,3	-0,1	-1,7	-2,9

Fuente: BBVA Research y programa de Estabilidad 2011

4. Cuadros

Cuadro 10

Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

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

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

Fuente: BBVA Research

Cuadro 11

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

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

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 12

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,80	0,79
UEM	1,39	1,33	1,39	1,26	1,27
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,59	1,64
China	6,83	6,77	6,46	6,25	5,94

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 13

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,10	0,75	0,75
China	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 14

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

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

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 15

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Actividad					
PIB real	-3,7	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Consumo privado	-4,3	0,8	0,0	-2,0	-0,9
Consumo público	3,8	0,2	-1,2	-3,1	-1,8
Formación Bruta de Capital	-16,4	-6,0	-4,3	-6,2	-1,9
Bienes de equipo y otros productos	-22,6	5,5	2,1	-5,2	1,9
Construcción	-15,4	-10,1	-7,6	-7,3	-4,0
Vivienda	-22,0	-9,8	-4,8	-6,5	-1,5
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-6,5	-1,0	-1,3	-3,2	-1,3
Exportaciones	-10,2	13,5	9,2	1,6	8,2
Importaciones	-16,9	8,9	1,6	-4,8	2,1
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,8	0,9	2,0	1,9	1,9
PIB nominal	-3,7	0,3	2,3	0,1	1,6
(Miles de millones de euros)	1047,8	1051,3	1075,4	1076,0	1093,4
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-6,8	-2,3	-1,9	-4,2	-1,9
Tasa de paro (% población activa)	18,0	20,1	21,6	24,4	24,6
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-6,4	-2,6	-1,8	-3,8	-1,9
Productividad aparente del factor trabajo	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,3	1,8	3,2	1,2	1,1
Deflactor del PIB	0,1	0,4	1,6	1,4	1,0
Deflactor del consumo privado	-1,2	2,4	3,4	1,4	1,0
Remuneración por asalariado	4,3	0,0	0,7	2,8	3,9
Coste laboral unitario	1,6	-2,6	-1,8	0,3	1,4
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-5,2	-4,6	-4,3	-3,5	-1,1
Sector público					
Deuda (% del PIB)	53,6	60,7	67,6	72,5	74,4
Saldo de las AA.PP. (% del PIB)	-11,2	-9,3	-8,2	-5,3	-3,0
Hogares					
Renta disponible nominal	0,9	-2,4	0,0	-1,5	0,8
Tasa de ahorro (% renta nominal)	18,5	13,9	11,1	10,2	10,9

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Antonio Marín
antonio.marin.campos@bbva.com
+34 91 374 62 66

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

Miguel Pérez
+34 91 374 75 28
m.perezvillaseca@bbva.com

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

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

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

Europa
Miguel Jiménez
+34 91 537 37 76
mjimenezg@bbva.com

Elvira Prades
+34 91 537 79 36
elvira.prades@bbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
+34 91 374 58 87
juan.ruiz@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
Coordinación Latam

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

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
rdomenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:
Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com
Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com
Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com
Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com
Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
scastillo@bbva.com
Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com
Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com
Crédito Global
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com
Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito legal: M-31254-2000