

Situación España

Tercer Trimestre 2013
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se acelerará** como resultado de la recuperación en las economías desarrolladas.
- **La economía española está tocando fondo en 2013** gracias a una menor contribución negativa de la demanda interna y al crecimiento de las exportaciones.
- **Los objetivos de déficit asimétricos reducirán los diferenciales de crecimiento** entre comunidades autónomas en 2013.
- **Llegado el punto de inflexión, las instituciones europeas y españolas deben asegurar que la recuperación sea lo más robusta posible.**
- **La aceleración del ajuste estructural en la cuenta corriente,** clave para la reducción del endeudamiento externo neto.

Índice

1. Editorial.....	3
2. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014, con riesgos diversificados	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	10
Recuadro 1. Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España	21
Recuadro 2. Los costes de una regulación anticompetitiva: España en comparativa internacional	28
4. El ajuste fiscal continúa, aunque de forma menos intensa que en los trimestres precedentes.....	31
5. Déficits asimétricos y demanda externa condicionan las perspectivas de crecimiento regional	36
6. Cuadros.....	40

Fecha de cierre: 2 de agosto de 2013

1. Editorial

El crecimiento mundial se ha mantenido alrededor del 3% en la primera mitad de 2013, cerca del nivel de 2012, aunque con una moderación de la actividad mayor que la esperada hace tres meses. Esto último se explica por diversos factores. Primero, por un tensionamiento de las condiciones de financiación como consecuencia del anuncio de la Reserva Federal sobre la estrategia de salida de la expansión de su balance. Segundo, por la desaceleración de la actividad en las economías emergentes que acentuaron las salidas de capital y las tensiones registradas en el mercado interbancario de China. Tercero, por la falta de avances significativos en la construcción de una unión bancaria en Europa capaces de disminuir a corto plazo la fragmentación financiera, y por la incertidumbre política en algunas economías periféricas, especialmente en Portugal.

El crecimiento mundial se acelerará a partir del tercer trimestre del año en curso y rondará el 4% en 2014, aunque la mayor parte de los riesgos continúan siendo a la baja. Las economías desarrolladas seguirán apoyadas por sus bancos centrales, que han mantenido o hecho más expansiva su política monetaria. En el caso de la zona del euro, los países se verán beneficiados por un esfuerzo de consolidación fiscal menos intenso que el registrado en 2012. En las economías emergentes, la desaceleración en curso se interrumpirá ayudada por la mejora de las condiciones en las economías desarrolladas, así como por la utilización prudente de los márgenes de maniobra que tienen todavía las políticas monetaria y fiscal en algunos países. Este escenario central tiene todavía unos rangos de incertidumbre algo más sesgados a la baja que al alza, pero sin que se vislumbren con probabilidad relevante eventos disruptivos

En España, se observa un menor deterioro en la demanda interna, que junto con el sustento de las exportaciones, han llevado al práctico estancamiento del PIB en el 2T13 (-0,1% t/t). Las razones detrás de esta mejora son varias. En primer lugar, la consolidación de la reducción de las tensiones observadas hace un año en los mercados de capital ha promovido un ambiente de mayor confianza de consumidores y empresas para la toma de decisiones. En segundo lugar, ante la recesión en la UEM, las empresas españolas han diversificado destinos de exportación, sacando ventaja del todavía elevado crecimiento de la demanda interna en economías emergentes y diferenciándose positivamente respecto a otros países europeos. En tercer lugar, la concentración del esfuerzo para reducir el déficit público en la última parte del 2012 y el creciente consenso sobre la necesidad de tolerar metas fiscales más holgadas en Europa, han permitido un ajuste menos ambicioso durante la primera parte de 2013. Finalmente, y como ya se ha puesto de manifiesto en anteriores ediciones de esta publicación, algunas reformas están comenzando a tener un impacto positivo sobre la capacidad de crecimiento y creación de empleo en la economía española.

Como se preveía, la economía española está tocando fondo en 2013 (-1,4%) e iniciará un proceso de moderada recuperación en 2014 (+0,9%). Así, es de esperar que durante los próximos trimestres, España replique el proceso de recuperación que normalmente ha presentado en anteriores ciclos económicos. Primero, la tendencia de mejora en los indicadores de actividad parece estar consolidándose. En particular, los datos disponibles del 3T13 apuntan a que la economía podría estar presentando ya un débil crecimiento (+0,1% t/t). Segundo, la devaluación interna, la diversificación de destinos, el crecimiento de la economía mundial y los factores de competitividad no ligados a precios permitirán que las exportaciones continúen aumentando durante los próximos trimestres. Tercero, este dinamismo de las ventas al exterior comienza ya a impulsar a ciertos segmentos de la demanda interna, especialmente de la inversión en maquinaria y equipo, que en el 2T13 habría crecido por segundo trimestre consecutivo. Cuarto, los ajustes hechos durante el período de crisis y la mayor flexibilidad interna que parecen estar obteniendo las empresas está permitiendo que el excedente bruto de explotación crezca y se encuentre en niveles históricamente elevados respecto al PIB. Esto debería actuar como soporte para la inversión durante los próximos trimestres, en la medida en que aumente la certidumbre sobre el estado de la economía. Finalmente, el incremento de la inversión resultará en una recuperación sostenida del empleo que debería comenzar a notarse durante el primer semestre de 2014.

Los objetivos de déficit asimétricos reducirán los diferenciales de crecimiento entre comunidades autónomas en 2013, pero suponen sólo el retraso de ajustes que inevitablemente tienen que darse. Nuevamente, la exposición al sector externo y la situación fiscal de cada Gobierno regional determinarán en mayor medida la caída de la economía en 2013. En particular, la orientación al mercado europeo de las empresas exportadoras de cada región o el tipo de producto en el que se especializan han sido claves para explicar la dinámica de ventas al exterior. Asimismo, aquellas comunidades autónomas donde el turismo externo es relevante, se están beneficiando de una mejor coyuntura, ayudadas por la incertidumbre política en algunos de sus principales países competidores. Finalmente, la decisión de otorgar diferentes objetivos de déficit implicará claros sesgos tanto en 2013, como en 2014, afectando negativamente en el corto plazo a aquellas regiones que tengan que adelantar el ajuste, y retrasando el impacto negativo sobre las que lo puedan posponer.

Llegado el punto de inflexión, las instituciones europeas y las AA.PP. españolas deben asegurar que la recuperación sea lo más robusta posible. Europa debe avanzar rápidamente hacia una Unión Económica y Monetaria más genuina, que rompa el bucle entre el riesgo soberano y bancario. Además de las mejoras en el diseño de las instituciones europeas, es crucial aprovechar la actual ventana de oportunidad existente en los mercados financieros para acelerar el crecimiento con políticas adecuadas, no sólo de oferta sino también de demanda, particularmente la política monetaria, dentro de los márgenes existentes a nivel agregado en la eurozona.

Por su parte, **es necesario que España cumpla con los compromisos ya adquiridos con políticas que permitan solucionar definitivamente los problemas de la economía.** Aunque la mayor flexibilidad otorgada para realizar la consolidación fiscal es bienvenida, ésta es una oportunidad para sustituir medidas temporales por permanentes y redistribuir la carga del ajuste, tanto en términos de calendario como utilizando políticas que minimicen el impacto negativo sobre el crecimiento económico. Con la información disponible, el ajuste del gasto parece no estar siendo suficiente para compensar el incremento en los intereses, el deterioro cíclico y la potencial desaparición de algunas medidas tomadas a finales del año anterior. Esto incrementa el riesgo de observar una nueva intensificación del ajuste fiscal durante el cuarto trimestre del año en curso, lo que afectaría negativamente a la recuperación. Por otro lado, el incumplimiento del objetivo de déficit podría significar una pérdida de confianza sobre la capacidad de la economía española para hacer frente a sus compromisos, incrementando la incertidumbre, interrumpiendo el regreso de los flujos de capital y elevando el coste de financiación de la economía en su conjunto.

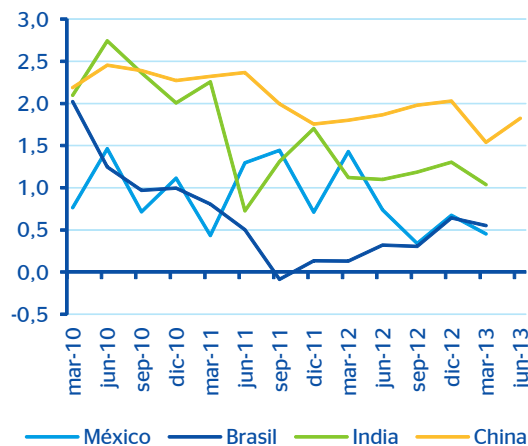
Asimismo, el Gobierno ha acordado con la Comisión Europea un calendario estricto y ambicioso de reformas. Con una tasa de paro tan elevada como la que existe en España, la situación del mercado laboral requiere medidas complementarias adicionales, que ayuden a disminuir la dualidad existente entre trabajadores fijos y temporales y mejoren la eficiencia de las políticas activas y pasivas de empleo. Por otro lado, es indispensable avanzar en la finalización del proceso de reestructuración del sector financiero, sin dejar lugar a dudas sobre la solvencia de algunas entidades y reduciendo sensiblemente la incertidumbre regulatoria. Esta es la manera más fácil de garantizar el flujo de crédito hacia la demanda solvente. Finalmente, es imperativo avanzar en el proceso de desregulación de algunos sectores claves para fomentar la competitividad de la economía española, que permita el mantenimiento del impulso exportador. Todo lo anterior, abordado con la ambición adecuada, puede ayudar a lograr tasas de crecimiento como las observadas en el período anterior a la crisis.

2. Crecimiento global: sin mejoras hasta 2014, con riesgos diversificados

La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas

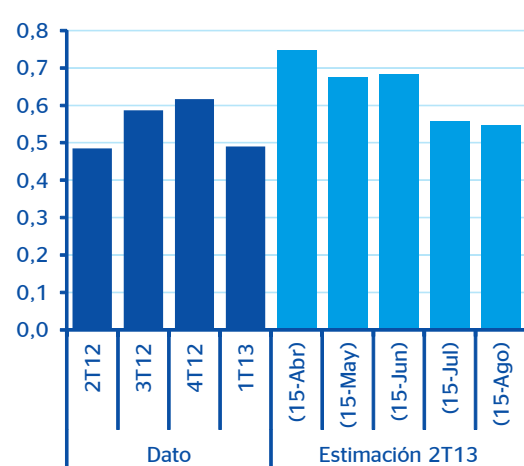
El escenario económico global es menos favorable que el vigente hace tres meses, lo que ha supuesto la revisión a la baja en dos décimas de las perspectivas de crecimiento del PIB mundial hasta el 3,1% en 2013 y el 3,8% en 2014. Detrás de este deterioro subyacen, al menos, dos motivos. Por una parte, **las economías emergentes están experimentando una desaceleración más intensa de lo esperado** (veáse el Gráfico 1), y entre ellas cabe destacar la moderación del crecimiento en China. En segundo lugar, se ha producido un inesperado **endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global**. Este tensionamiento ha sido el resultado de la reacción del mercado a la comunicación de la Reserva Federal sobre los planes de paulatina disminución de su programa de expansión cuantitativa.

Gráfico 1
Economías emergentes, crecimiento del PIB (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 2
Crecimiento del PIB mundial según modelo BBVA-GAIN (% t/t)



Fuente: BBVA Research

El crecimiento no termina de convencer en las economías avanzadas y se deteriora en las emergentes

Durante los dos últimos trimestres, el flujo de nuevos datos ha ido reduciendo las estimaciones de crecimiento del PIB trimestral global (veáse el Gráfico 2). Por una parte, las economías avanzadas han mostrado un comportamiento dispar. **El crecimiento en EE.UU., sin ser excesivamente elevado** en comparación histórica con otras recuperaciones (la economía no crece por encima del 2% desde el 3T12), **ha evolucionado en línea con lo previsto**. Aun así, esas tasas de crecimiento son destacables dado el lastre que sobre el PIB suponen las medidas de consolidación fiscal implementadas como consecuencia de la entrada parcial en vigor del llamado *sequester* del gasto público y de las subidas de impuestos acordadas a comienzos de año.

En Europa, el inicio de año fue decepcionante, con una acumulación de seis trimestres de contracción. **No obstante, los datos recientes están siendo más favorables** y es probable que durante el segundo trimestre la zona euro haya evitado una nueva caída del PIB. Japón, por su parte, experimentó en el primer trimestre un rebote de su PIB y los datos más recientes apuntan

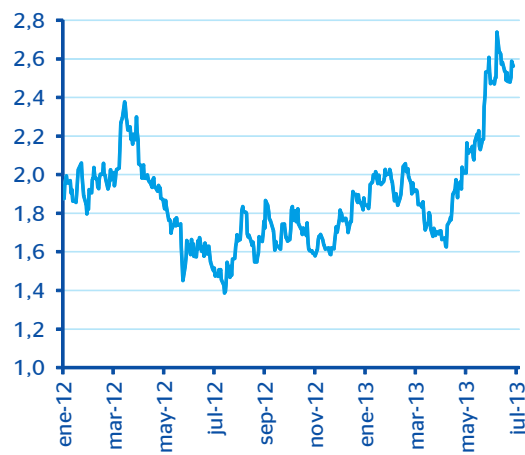
a que estaría manteniendo su dinamismo apoyado en las medidas de impulso monetario y fiscal adoptadas por el nuevo gobierno. En su conjunto, las economías avanzadas habrían mejorado su comportamiento cíclico durante los últimos meses, pero no lo suficiente como para modificar la percepción sobre su situación y sus perspectivas en el escenario más probable.

La situación macroeconómica de las economías emergentes se ha debilitado significativamente. En China, la tendencia de suave desaceleración se mantiene, arrastrando tanto a países dependientes de la demanda de materias primas como a economías exportadoras de bienes de inversión. **La desaceleración en China es fruto de la combinación de medidas de política económica dirigidas a limitar el crecimiento del crédito** y de un tono cíclico global más débil. Además, los datos más recientes siguen arrojando dudas sobre la fortaleza del consumo y, en definitiva, sobre la consolidación del pretendido cambio de modelo de crecimiento.

Acostumbrando al mercado a una menor liquidez

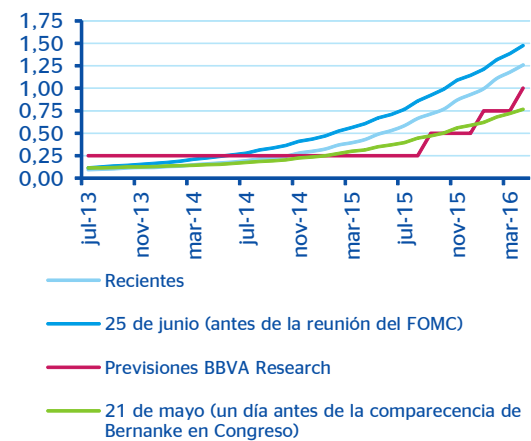
El segundo factor que contribuye al menor optimismo sobre el escenario económico global, es el endurecimiento de las condiciones financieras vigentes a nivel global. Aunque sea por múltiples causas, **la mayor parte del repunte se origina a mediados de mayo con el anuncio de los planes de la Fed para limitar primero, y poner fin después, a su programa de expansión monetaria.** El mercado ha interpretado que la Fed comenzará en septiembre a disminuir el ritmo de sus compras de activos (desde los 85 mil millones de dólares al mes) y que cuando la tasa de desempleo alcance el 7% (algo que se espera para el segundo trimestre de 2014), dejará de comprar activos. Además, **el banco central de EE.UU. mantiene inalteradas las condiciones que podrían justificar las subidas de tipos** que, según BBVA Research, comenzarán bien avanzada la segunda mitad de 2015, mientras que la normalización -reducción- del balance de la Fed no empezará hasta 2016.

Gráfico 3
Tipos de interés sobre la deuda pública de EE.UU. a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4
Futuros sobre los tipos de la Fed (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

La reacción del mercado a este plan (incluso después de haber sido detallado) ha resultado más intensa de lo (probablemente) deseado por la Fed. Como se puede observar en los Gráficos 3 y 4, los tipos de interés a largo plazo llegaron a aumentar en más de 100 puntos básicos, mientras que los futuros descuentan ahora la primera subida de tipos para comienzos de 2015, prácticamente un año antes de lo esperado hace dos meses. **Es probable que lo observado en los mercados financieros sea en parte sobrereacción,** como muestran las recientes disminuciones de las tasas, tanto de las largas como de las expectativas de las más cortas. Aun así, **la puesta en marcha del mecanismo ha generado un proceso de recomposición**

de carteras ante el fin de la abundante liquidez y, por tanto, de la demanda extra de bonos que mantenía los tipos de interés en niveles excepcionalmente bajos. Por lo tanto, es muy probable que se esté ante el inicio de un ciclo de normalización de las condiciones financieras, con tipos de interés más altos y una menor demanda de activos de riesgo.

Desaceleración en China: entorno cíclico global y medidas que buscan acotar el endeudamiento y el alcance de la banca en la sombra

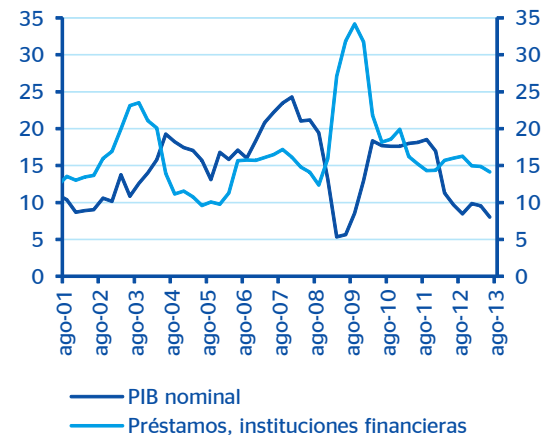
El reciente tensionamiento que se ha producido en el mercado interbancario chino (véase el Gráfico 5), no es sino un aspecto accesorio del **proceso que las autoridades chinas han adoptado para poner coto a dos fuentes de riesgo de su economía**. Por una parte, el desmesurado crecimiento del crédito (véase el Gráfico 6). Por otro, el alcance y estado del sector financiero en la sombra y sus conexiones con el sector "oficial" o regulado. Estas tensiones han señalado la determinación de las autoridades chinas con la contención de estos riesgos, pero también han evidenciado algunos potenciales focos de preocupación en el sistema financiero. Por ejemplo, la financiación de proyectos de rentabilidad dudosa (infraestructura local) resultado de los planes de estímulo implementados a finales de 2008 y 2009, o la evolución de los precios de la vivienda y su plena correspondencia con los fundamentales de la economía, en un proceso que replica los experimentados en algunas economías occidentales. El resultado de todo ello ha sido el aumento de las dudas sobre la capacidad de la economía china para continuar creciendo a los ritmos precedentes en un entorno global complejo.

Gráfico 5
China: mercado interbancario (tipos REPO a 7 días y Shibor overnight, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 6
China: crecimiento del crédito y de la economía (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

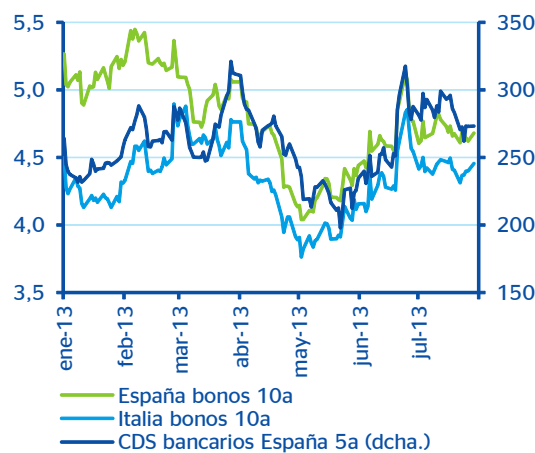
El escenario base, se caracteriza por una desaceleración moderada de la economía china. Las medidas para limitar el crecimiento del crédito supondrán un cierto lastre sobre el crecimiento. Aun así, las autoridades parecen cómodas con las actuales tasas de variación del PIB mientras sean el resultado de cambios que hagan más sostenible (y saludable) el crecimiento en el medio y largo plazo. A pesar de las dudas que pueda generar que el crédito continúe creciendo en el entorno del 15% durante el último año, y la falta de avance del consumo, **el Gobierno chino continúa teniendo margen de actuación en caso de que la evolución económica comprometa sus objetivos de crecimiento.** Esto supone que no cabe descartar nuevas medidas de estímulo económico y, por supuesto, que las autoridades poseen los instrumentos para evitar cualquier accidente en el sistema financiero, al menos en el corto plazo.

Europa: las perspectivas de recuperación se mantienen a pesar de la revisión a la baja del crecimiento de 2013

En Europa las tensiones financieras han vuelto a aumentar en los últimos meses, deshaciendo las mejoras logradas en la primera parte del segundo trimestre. Aunque no se ha materializado ningún evento importante de riesgo como en trimestres anteriores, las tensiones financieras en algunos momentos han alcanzado los niveles registrados durante la crisis del rescate chipriota (véase el Gráfico 7), pese a que el tono coyuntural de la actividad económica ha mejorado a la luz de los indicadores publicados. Varias razones están detrás de esta situación. Por una parte, es probable que Europa también se haya visto afectada por el proceso de recomposición de carteras tras el anuncio de la Fed. En segundo lugar, algunos países del sur de Europa han registrado problemas de estabilidad política. Especialmente destacable es el caso de Portugal. El episodio de inestabilidad ya parece cerrado, pero existe el riesgo de que las tensiones políticas dificulten los planes de retorno al mercado de deuda pública, lo que aumentaría la probabilidad de que se necesite ayuda adicional a partir de mediados de 2014. El incremento de las tensiones financieras refleja los temores de que se pueda producir algún tipo de reestructuración de la deuda en el futuro. En tercer lugar, pudieron haber surgido dudas sobre la capacidad del programa OMT del BCE para contener las tensiones financieras como consecuencia del escrutinio judicial al que está siendo sometido este instrumento en Alemania. Por último, el proceso de construcción de una unión bancaria continúa muy lentamente, sometido a las necesidades que dicta la economía política a nivel doméstico.

Gráfico 7

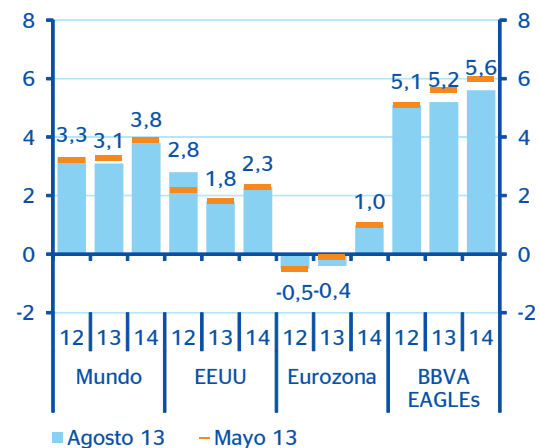
Tipos de interés 10 años de la deuda pública y CDS 5 años



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 8

Crecimiento del PIB por regiones



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Con todo, las perspectivas para el escenario económico de la zona del euro se mantienen básicamente inalteradas (véase el Gráfico 8). Es probable que las reformas para la mejora de la gobernanza en la zona euro tomen impulso una vez transcurridas las elecciones en Alemania. No obstante, el entorno exterior, más débil que hasta ahora, no supondrá un soporte mayor al esperado previamente, más bien al contrario. La política económica parece haber tomado un sesgo más flexible. Por un lado, se ha confirmado la relajación de los objetivos fiscales por parte de la Unión Europea para varios países de la zona (no sólo de la periferia), lo que hará que la política fiscal sea menos restrictiva en 2013 y 2014. El BCE, por su parte, ha dado pasos adicionales para el apoyo a la actividad: por una parte, en mayo bajó tipos de interés; por otra, y en un paso inusitado, se ha mostrado comprometido con el mantenimiento de sus tipos de interés de referencia en niveles como los actuales o inferiores durante un periodo prolongado de tiempo, lo que supone una suerte de versión débil de la política de conducción de expectativas (*forward guidance*). Es este un movimiento que probablemente trata de diferenciar el ciclo de la política monetaria en Europa del ciclo que acaba de comenzar en EE.UU. En todo caso, la situación macroeconómica en la zona permanece sujeta a riesgos bajistas, por lo que el momento de restringir la política monetaria parece lejano.

Eventos de riesgo global más diversificados pero de menor impacto

En cuanto a los factores de riesgo, cabe señalar **la posibilidad de que el proceso de salida de las políticas monetarias expansivas de la Fed se realice de forma desordenada**. A este respecto, se espera que no se registren tensiones adicionales a las ya observadas. Sin embargo, si las tasas de los activos libres de riesgo subiesen más allá de lo deseado por la Fed y se entrase en un proceso de elevada volatilidad financiera, el impacto en el crecimiento global a través del deterioro de la confianza y del efecto riqueza negativo no sería despreciable.

Un segundo factor de riesgo, quizá tampoco inminente pero sí a tener en cuenta en el medio plazo, se refiere a posibles eventos no esperados en el largo proceso de reformas en China, que ha de combinar diferentes objetivos: reducir las fragilidades evidenciadas en su sistema financiero, favorecer el cambio de modelo de crecimiento —no tan intensivo en crédito y más apoyado en el consumo— y todo ello sin que el ritmo de expansión se reduzca intensamente. Las medidas ya adoptadas para limitar el crecimiento del crédito de por sí supondrán un cierto límite a la expansión, en un país donde parte del crecimiento de los últimos años ha estado soportado por el alto endeudamiento. Las autoridades tienen un amplio margen para tratar con esos eventos de riesgo pero, en todo caso, esa situación podría generar un ajuste más brusco en el flujo de crédito a la economía y forzar una desaceleración intensa en el crecimiento chino. Las repercusiones irían más allá de China y probablemente afectarían a las economías dependientes de la demanda china, no sólo real, sino también de activos financieros de las economías más desarrolladas.

Por último, **el evento de riesgo más probable, entre los previsibles, continúa siendo un recrudecimiento de la crisis de la zona del euro**. La situación mejora paulatinamente, pero sigue siendo vulnerable. La reciente inestabilidad política en algunos países del sur de Europa y la lentitud del proceso de construcción de la unión bancaria siguen siendo elementos que podrían llegar a generar tensiones financieras y, por lo tanto, en la actividad real.

3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

Durante los últimos tres meses, la incertidumbre sobre la duración de la expansión monetaria en Estados Unidos, la estabilidad política en los países periféricos y el avance de la unión bancaria en Europa **ha puesto a prueba la relajación de las tensiones financieras. Sin embargo las decisiones de política económica** emprendidas en la parte central de 2012¹, junto con las acciones más recientes del BCE para avalar la estabilidad financiera y apuntalar la recuperación económica² **han acotado el incremento de la volatilidad.** En España, esta situación continúa viéndose acompañada por la entrada de flujos de capital y la resistencia al alza de las primas de riesgo, aunque con menor intensidad que en los primeros meses del año. En cualquier caso, la transmisión de la política monetaria hacia empresas y familias continúa obstaculizada por el proceso de fragmentación del sector financiero europeo que dificulta la dinamización del crédito en países como España y supone un riesgo para la recuperación.

En lo que respecta a la economía real, la evolución de la actividad en los principales socios del país durante el primer semestre del año fue peor que la esperada a finales de 2012, lo que ha motivado una revisión, aunque moderada, de las expectativas de crecimiento de los flujos comerciales. Sin embargo, **el escenario económico global sigue siendo compatible con una recuperación gradual de la actividad en Europa**, crecimiento sólido en el resto del mundo, tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos y una depreciación moderada del euro. **En consecuencia, este escenario implica un crecimiento todavía robusto de las ventas españolas al exterior**, que seguirán perfilándose como soporte permanente de la recuperación, gracias a la creciente diversificación de los mercados de exportación.

Asimismo, algunos factores domésticos están comenzando a reducir su contribución negativa a la actividad. Por ejemplo, durante la primera mitad del año se ha observado una menor debilidad del mercado laboral y de la demanda interna (principalmente, de la inversión productiva privada). Lo anterior es el resultado del efecto arrastre de las exportaciones, pero también de expectativas de menor contracción del gasto público y privado después de la aceleración del proceso de consolidación fiscal a finales del año anterior y de la confirmación de los nuevos objetivos de déficit para los próximos años. En su conjunto, estos factores habrían contribuido a que la economía española se situase en torno a un punto de inflexión en el 2T13, dejando atrás el período más intenso de destrucción de empleo.

Por lo tanto, **se espera que la economía española emprenda una moderada recuperación durante los próximos trimestres** aunque, en el escenario más probable, esta no será suficiente para evitar una caída del PIB en el conjunto del año similar a la registrada en 2012. **Hacia delante, varios factores continúan justificando que el crecimiento se consolide a lo largo de 2014.** En el panorama económico internacional, se espera una aceleración leve del ritmo de expansión de la economía global, que en el caso del área del euro supondrá el retorno del crecimiento. A nivel doméstico, se asistirá a la práctica finalización de algunos procesos de ajuste internos, acompañada por un tono de la política fiscal algo menos contractivo que el observado en 2012 y 2013. Así, aunque las previsiones incluidas en esta publicación incorporan una ligera revisión a la baja de la demanda externa y al alza de la demanda interna, se mantiene el diagnóstico sobre la evolución subyacente de la economía española: se está tocando fondo en 2013, y 2014 será el año de la recuperación.

1: Donde cabe destacar el programa Transacciones Monetarias Directas (OMT por sus siglas en inglés) del BCE; el acuerdo de ayuda financiera rubricado por Europa y España en el Memorando de Entendimiento (MdE) para reforzar la solvencia del sistema financiero español y, por último, el paquete de medidas fiscales anunciado por el Gobierno español para realinear la senda de ajuste de las cuentas públicas con los objetivos acordados con la Unión Europea.

2: En primer lugar, con la reducción del tipo de interés de referencia hasta el 0,5% en mayo. Más recientemente, con un importante cambio en la orientación de la política monetaria al asegurar que los tipos de interés se mantendrán bajos -en los niveles actuales o incluso por debajo-, durante un tiempo prolongado. Finalmente, tras la reunión de julio, con la relajación de los requisitos de colateral exigibles, en un nuevo intento de garantizar la liquidez -sobre todo, en los países de la periferia- ante la continuidad de la fragmentación de los mercados financieros y el lento proceso de creación de la unión bancaria. En esta misma línea, en el Consejo Europeo de julio se lanzó el Plan de Inversión para Europa con el objetivo de promover la financiación a las pequeñas y medianas empresas.

Este escenario no está exento de riesgos. A pesar de que el efecto de las medidas puestas en marcha durante el último año ha prevalecido sobre el aumento de la incertidumbre, la relajación de las tensiones financieras y la resolución de la fragmentación del sistema financiero europeo están supeditadas a los procesos de reformas estructurales, tanto en España como en Europa, siendo de vital importancia un avance más decidido hacia la unión bancaria. Por otro lado, de agotarse el ritmo de expansión de las economías emergentes –particularmente, de China– sin un relevo apropiado de su demanda interna como soporte al crecimiento o de un impulso mayor al esperado de EE.UU., la recuperación de la economía europea y, por extensión, de la española podría verse truncada.

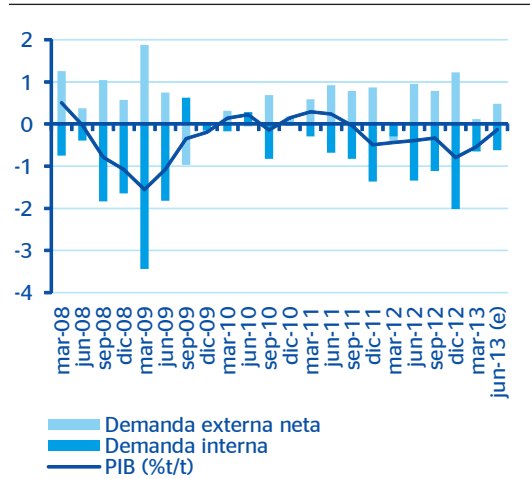
La economía española rozó el punto de inflexión en el 2T13

A falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) indicó que **la economía española se contrajo un 0,1% t/t en el 2T13³**. De confirmarse esta estimación, el **descenso de la actividad** entre abril y junio habría sido **menor que el esperado a principios del trimestre (BBVA Research: -0,3% t/t)** y que el registrado en los compases iniciales del 2013 (-0,5% t/t). En lo que respecta a la composición del crecimiento, los indicadores parciales de coyuntura conocidos a la fecha de cierre de este informe señalan una menor contracción de la demanda doméstica (contribución a la caída del PIB de -0,6 pp). Asimismo, en el segundo trimestre del año se asistió a la recuperación de las ventas al exterior, que confirma la consolidación de la demanda externa neta como soporte de la recuperación, con una contribución al crecimiento trimestral de 0,5 pp (véase el Gráfico 9).

De cara al tercer trimestre de 2013, la información disponible advierte el inicio de la fase expansiva del ciclo que, en todo caso, vendrá caracterizada por un ritmo de recuperación gradual (MICA-BBVA Research: entre el 0,0% y el 0,1% t/t) (véase el Gráfico 10)⁴.

Gráfico 9

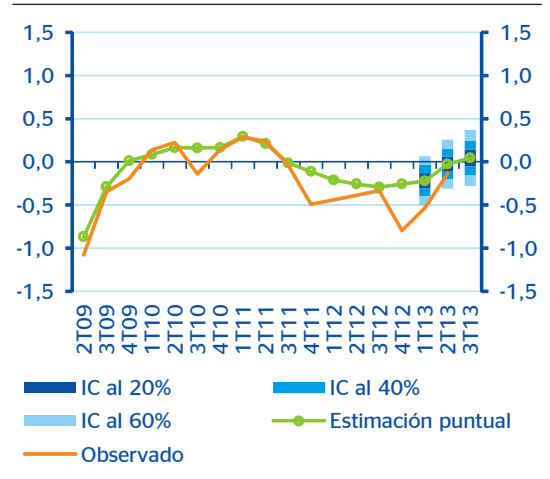
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



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

Gráfico 10

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



Previsión actual: 2 de agosto de 2013.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

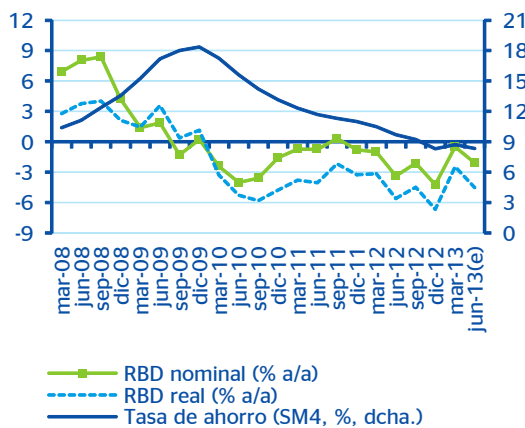
3: Todos los datos relativos a la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) comentados en este informe están corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario (CVEC).

4: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012

Menor caída de la demanda doméstica privada

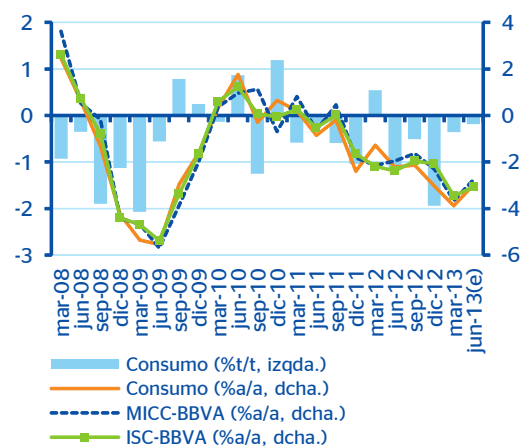
Los indicadores parciales de demanda -principalmente, de bienes duraderos⁵ y en menor medida, de servicios- sugieren que **el gasto en consumo de los hogares continuó ralentizando su deterioro durante el segundo trimestre del 2013**. La menor reducción esperada de la renta disponible real de las familias, la mejora de su riqueza financiera neta, el descenso previsto de su tasa de ahorro y la vigencia del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE-2)⁶ habrían contribuido a sostener el consumo privado entre abril y junio (véase el Gráfico 11). Así, tanto el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) señalan que **el gasto de los hogares se habría contraído en torno al 0,2% t/t (-3,0% a/a) en el 2T13**, frente a la reducción del 0,3% t/t registrada en el trimestre precedente (véase el Gráfico 12).

Gráfico 11
España: RBD y tasa de ahorro de los hogares



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

Gráfico 12
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



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

La inversión en maquinaria y equipo mostró un cambio de tendencia en el primer trimestre del año, que parece haberse consolidado en el segundo como consecuencia de la fortaleza de la demanda externa y una menor debilidad de la demanda doméstica. Así, buena parte de los indicadores parciales asociados a esta partida de la demanda, y recogidos en el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA), avanzan un **crecimiento en 2T13 en torno al 0,9% t/t (-4,1% a/a)** (véase el Gráfico 13). Destaca la recuperación de la confianza de los productores de bienes de equipo y la mejora de las importaciones de bienes de capital. También se aprecia un notable incremento de las ventas de vehículos comerciales e industriales que podría estar alentada por la puesta en marcha del Plan PIMA Aire el pasado mes de febrero.

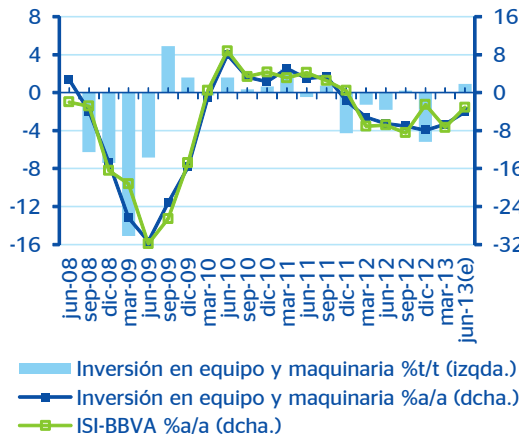
La inversión residencial continúa inmersa en su proceso de ajuste, arrastrada por la debilidad de la actividad constructora, que ralentiza su corrección. Con todo, los datos de ventas de vivienda reflejan un comportamiento algo mejor que en el trimestre anterior como consecuencia del efecto base provocado por el cambio en la fiscalidad de la vivienda a comienzos del año en curso. A pesar de la mejora de la demanda⁷, los flujos de inversión en el sector siguen mostrando una marcada debilidad. Así, tal y como muestra el ISCV-BBVA, **la estimación para 2T13 apunta a una contracción de la inversión en vivienda del 2,2% t/t (-8,4% a/a)** (véase el Gráfico 14).

5: Véase la sección 3 de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre de 2013 para un análisis detallado de la evolución del gasto en consumo por tipo de bien o servicio. http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1306_Situacionconsumo_tcm346-391486.pdf?ts=1872013

6: El PIVE-2 tenía como objetivo la sustitución de turismos y vehículos comerciales ligeros con más de 10 años y 7 años de antigüedad, respectivamente, por modelos energéticamente más eficientes. Dotado con 150 millones de euros, se prolongó hasta mediados de julio, momento en el que tuvo lugar el agotamiento de los fondos. El Gobierno ha puesto en marcha el PIVE-3, vigente desde el 28 de julio, con un presupuesto menor (70 millones de euros).

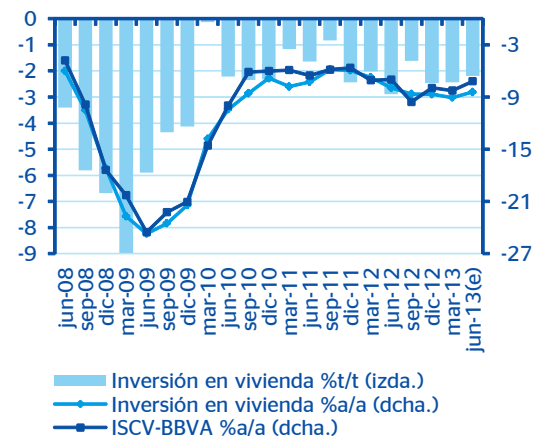
7: Los datos de transacciones de los dos primeros meses del 2T13, publicados por el Consejo General del Notariado, muestran un crecimiento promedio mensual del 2% cvec.

Gráfico 13
España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria



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

Gráfico 14
España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en vivienda



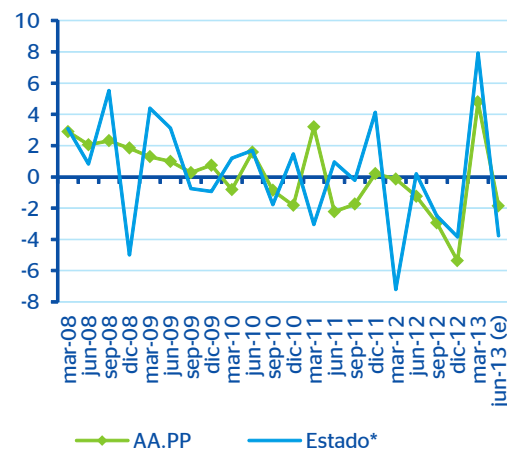
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

El consumo público retoma la senda de ajuste

La información disponible de ejecución presupuestaria permite anticipar que, en términos reales, **la demanda pública ha seguido drenando crecimiento a lo largo del 2T13**. Aunque los últimos datos conocidos continúan mostrando que gran parte del esfuerzo de consolidación se está concentrando en el recorte de la inversión, también se constata que durante el segundo trimestre el consumo final del Estado en términos nominales retomó su senda de ajuste (véase el Gráfico 15). Igualmente, el empleo público habría continuado deteriorándose durante el 2T13, aunque a un ritmo menor que en los pasados trimestres (véase el Gráfico 16).

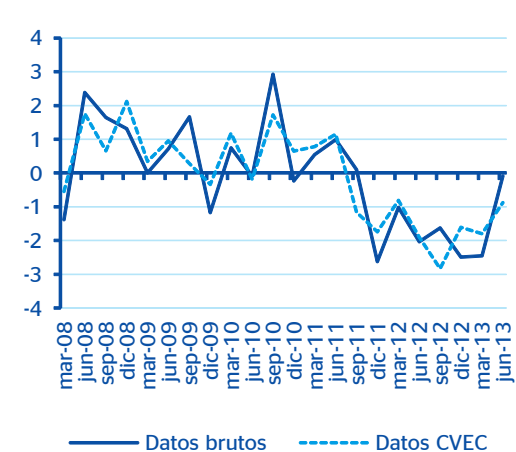
Con estos datos, **se espera que el consumo público haya seguido cayendo a lo largo del segundo trimestre del año**, pero a una tasa menor que las observadas en el segundo semestre de 2012. Por su parte, **la inversión en construcción no residencial habría disminuido a un ritmo similar al de los trimestres anteriores**.

Gráfico 15
España: consumo público nominal (% t/t, datos CVEC)



(e): estimación.
(*): no incluye consumo de capital fijo.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 16
España: asalariados del sector público (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA)

Las exportaciones se recuperaron en el 2T13

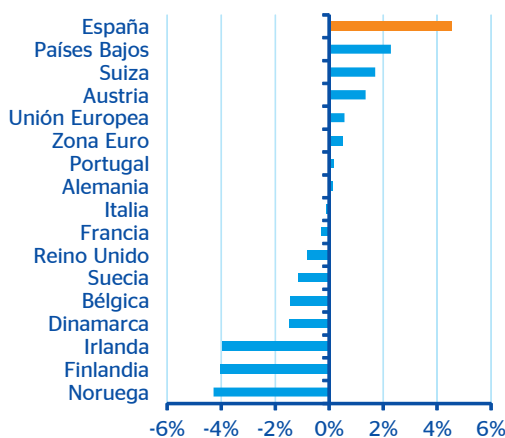
Durante el primer trimestre del año, las exportaciones españolas se desarrollaron en un contexto adverso marcado por la contracción de la actividad en la UEM. A pesar de esta coyuntura, la expansión de las exportaciones de bienes fue saludable (+1,2% t/t), si bien no lo suficiente como para compensar el descenso de las de servicios (-6,6% t/t), lo que situó la variación de las exportaciones totales en 1T13 en claro terreno negativo (-1,3% t/t). El elemento sorpresivo del trimestre fue, sin duda, la intensidad de la caída de las exportaciones de servicios no turísticos (-10,7% t/t). Con todo, la economía española continuó exportando a un ritmo interanual elevado si se compara con las economías de su entorno (véase el Gráfico 17).

Los indicadores de coyuntura disponibles para el 2T13 adelantan la recuperación de los flujos comerciales. Las exportaciones reales de balanza comercial avanzaron en el mes de mayo y corrigieron parte del descenso registrado a comienzos del trimestre. Asimismo, las exportaciones de bienes y servicios de grandes empresas crecieron a una tasa elevada hasta junio, en especial a destinos extracomunitarios. Igualmente, el balance de la cartera de pedidos de exportación de la industria mostró una mejoría al cierre de 2T13. Estas señales **anticipan la expansión de las ventas de bienes al exterior en 2T13 que podrían crecer a tasas del 0,6% t/t (5,4% a/a).**

Aunque la revisión a la baja del crecimiento en las principales economías europeas hacía prever una contracción de la demanda turística, **las tensiones políticas en los países competidores del este del Mediterráneo (Egipto y Turquía) están dando lugar a nuevos incrementos de los flujos de turistas extranjeros en España.** Junio, con un nuevo récord en la entrada de visitantes en frontera (6,3 millones de visitantes) cierra un trimestre positivo en el que no sólo la demanda de los países del este de Europa muestra buenos resultados. En conjunto, las entradas de turistas extranjeros se han incrementado un 4,2% a/a en el semestre, con un aumento del 33,0% de los procedentes de Rusia y del 15,9% los de los países nórdicos. Sin embargo, la demanda del núcleo europeo también muestra una buena evolución (6,1% Francia, 4,5% Reino Unido y 3,1% Alemania). **Así, la información sobre el 2T13 apunta a una corrección al alza del consumo de no residentes en el territorio nacional en torno al 2,1% t/t** (véase el Gráfico 18).

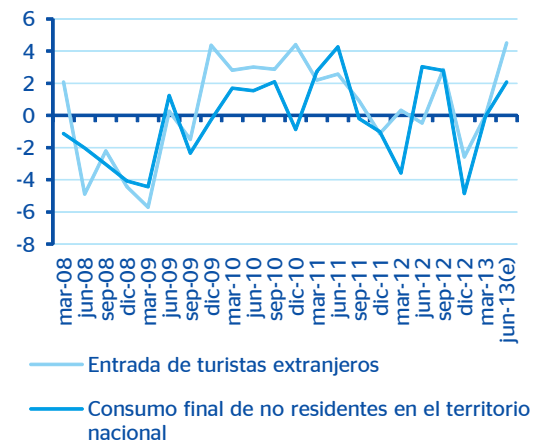
Por lo tanto, la información coyuntural disponible a cierre de este informe adelanta la recuperación de las exportaciones de servicios y un nuevo avance de las de bienes, lo que se traduciría en **un incremento del 1,3% t/t (4,0% a/a) de las exportaciones totales durante el 2T13.**

Gráfico 17
España y Europa: exportaciones de bienes y servicios (variación % 1T12-1T13, volumen CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 18
España: indicadores de exportaciones de servicios turísticos (% t/t, CVEC)



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

El ritmo de contracción de las importaciones en 1T13 siguió moderándose debido al empuje de las exportaciones de bienes y al menor deterioro de la demanda interna. En el 2T13, esta dinámica se habría consolidado –viéndose, además reforzada por la recuperación de las exportaciones de servicios- dando lugar a una ligera contracción de las importaciones (-0,2% t/t, -4,0% a/a).

En su conjunto, los indicadores parciales de coyuntura adelantan una **contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento de una magnitud superior a la observada en el trimestre precedente (0,5 pp frente a 0,1 pp)**. La dinámica virtuosa de las variables del sector exterior apoyó una nueva corrección del saldo de la balanza por cuenta corriente que, en el acumulado a doce meses, se situaría en terreno positivo.

Reaparecen las *constantes vitales* del mercado de trabajo

Los registros del mercado laboral muestran que el ritmo de destrucción de empleo entre abril y junio fue la mitad que el observado en el 1T13. Así, la afiliación media a la Seguridad Social cayó el 0,4% t/t CVEC en el 1T13 (-0,5% t/t si se incluye la pérdida de cuidadores no profesionales⁸), tres décimas menos que en el trimestre precedente. Por su parte, el desempleo registrado apenas creció en términos desestacionalizados en el 2T13, lo que unido a la disminución de los demandantes de empleo no ocupados (DENOS)⁹ sugería una nueva mengua de la población económicamente activa (véase el Gráfico 19)¹⁰.

En líneas generales, **la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 2T13 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro**. El aumento estacional de la ocupación (+149.100 personas,-39.100 CVEC) se vio acompañado por una disminución notable de la población activa (-76.100 personas,-124.900 CVEC), lo que provocó una reducción de la tasa de paro hasta el 26,3% (26,4% CVEC), 0,9 pp menos que la registrada en el 1T13. El crecimiento inesperado del empleo agrario (+37.500 personas) y el buen comportamiento de los servicios (+154.800 personas), compensaron la caída de la ocupación en la industria y la construcción. Mientras que la contratación indefinida se redujo en 50.400 asalariados, la temporal creció en 162.200 debido, en gran medida, a la estacionalidad favorable. En consecuencia, la tasa de temporalidad aumentó 1 pp hasta el 23,1% (véase el Gráfico 20).

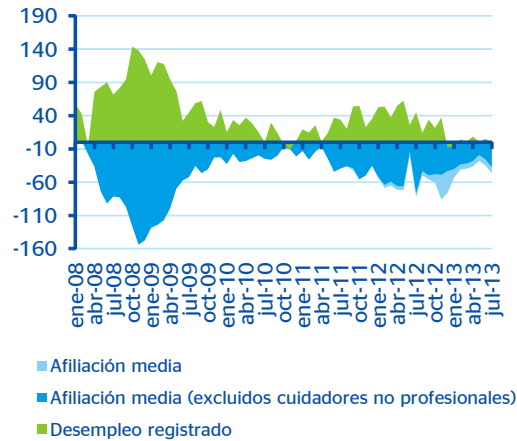
8: El Real Decreto-Ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad modificó los convenios especiales existentes en el Sistema de la Seguridad Social de los cuidadores no profesionales de las personas en situación de dependencia. En concreto, los suscriptores del convenio –que pasa a tener carácter voluntario- estarán obligados a abonar la cotización a la Seguridad Social desde el 31 de agosto (el 85% hasta el 31 de diciembre y el 100% en adelante). Este hecho ha provocado una pérdida de más de 150.000 afiliados desde el mes de noviembre.

9: Además de los parados registrados, los DENOS incluyen otros colectivos (demandantes de empleo coyuntural, de una jornada inferior a 20 horas, estudiantes, demandantes de servicios previos al empleo y trabajadores eventuales agrarios subsidiados) susceptibles de ser clasificados como desempleados en la Encuesta de Población Activa.

10: Los registros de julio indican que el desempleo cayó, pero la afiliación a la Seguridad Social no consolidó las sorpresas positivas de los meses precedentes debido a la evolución desfavorable del sector servicios. Cuando se corrigen las cifras de estacionalidad y calendario, se estima una disminución de la afiliación de 37.500 personas (descontada la pérdida de cuidadores no profesionales) y un descenso del paro registrado en torno a 1.300. Véase: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/130802_Flash_Espana-Paro_jul13_tcm346-398454.pdf?ts=282013.

Gráfico 19

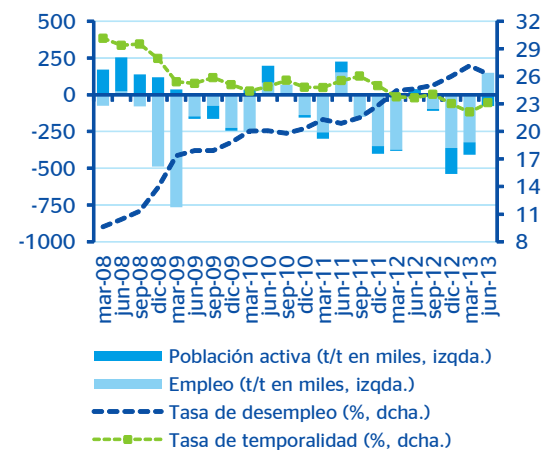
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado
(Var. mensual en miles de personas, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 20

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los precios al consumo se desaceleran y facilitan la contención salarial

Durante el segundo trimestre del año la inflación general se redujo en media 0,9 pp hasta alcanzar el 1,7% a/a¹¹. Dicha evolución se correspondió, principalmente, con una desaceleración de los precios de la energía, que incluso pasaron a contribuir negativamente a la variación interanual de los precios al consumo durante los meses de abril y mayo (véase el Gráfico 21). Sin embargo, **la inflación subyacente también se moderó** el pasado trimestre (0,3 pp en promedio hasta el 1,9% a/a) y contribuyó en 0,2 pp a la evolución apuntada.

Por su parte, los registros del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) señalan que durante el 2T13 **el diferencial de inflación respecto a la zona euro se mantuvo en terreno positivo**: en términos de la inflación general, el diferencial se habría situado, en media, en torno a los 0,4 pp, mientras que en términos del componente subyacente, en los 0,8 pp (frente a una media histórica de +0,8 pp en ambos casos). En todo caso, este diferencial no supone una pérdida directa de competitividad de las exportaciones españolas dado que, en gran parte, está causado por el aumento de los impuestos indirectos en el 2S12.

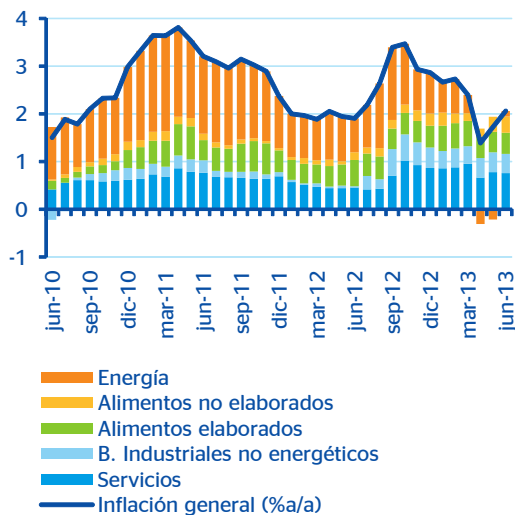
Dada la debilidad del mercado de trabajo y el proceso de moderación salarial iniciado en 2012 como consecuencia, principalmente, del II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) y de la reforma laboral¹², **no se esperan efectos de segunda ronda significativos causados por la subida de los impuestos indirectos**. Al respecto, el crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo se mantuvo acotado durante el segundo trimestre como se puede observar en el Gráfico 22¹³. De hecho, los salarios pactados han aumentado entorno al 0,7% a/a, tan sólo una décima por encima de la cifra establecida como límite máximo en el II AENC para el conjunto del 2013.

11: El indicador adelantado del IPC de julio señala una desaceleración de la inflación anual hasta el 1,8% que se corresponde con el agotamiento del efecto base derivado del incremento del copago farmacéutico y el repunte de la energía en julio de 2012. Véase http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/130730_Flash_Espana_IPCA_tcm346-397995.pdf?ts=3072013

12: En el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2013 se muestra como la moderación salarial observada a lo largo del pasado año contribuyó a atenuar la caída de la ocupación. Véase: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1305_Situacionespana_tcm346-385826.pdf?ts=1972013

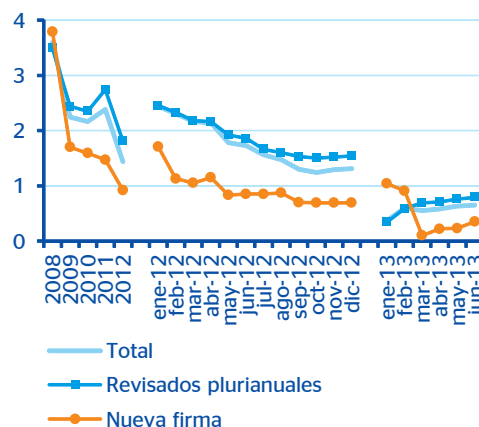
13: Nótese que tanto el número de convenios firmados durante el primer semestre del 2013 como el número de trabajadores afectados ha disminuido en relación con los registros de los años precedentes. Así, se registraron 744 convenios hasta junio, que afectaban a 2,1 millones de trabajadores, frente a los 1113 firmados en el 1S12, que vinculaban a 2,9 millones de trabajadores.

Gráfico 21
España: contribuciones al crecimiento interanual del IPC



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 22
España: crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo (% a/a)(*)



Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(*) Datos provisionales a partir de 2011.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Escenario 2013-2014: cambio de ciclo

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, los fundamentos de la economía española permiten adelantar el **retorno del crecimiento durante los próximos trimestres** que, en todo caso, será **insuficiente para evitar que 2013 se salde con una disminución del PIB en torno al -1,4%. En 2014 la actividad crecerá un 0,9%** (véase el Cuadro 1), habida cuenta de la mejora gradual del entorno internacional, el menor tono contractivo que se prevé tenga la política fiscal y la práctica conclusión de algunos de los procesos de ajuste internos. Si bien estas previsiones no suponen cambios respecto a las cifras de crecimiento adelantadas hace tres meses, cabe destacar que sí incorporan una ligera revisión a la baja de la demanda externa neta (fruto del menor crecimiento global previsto), y al alza de la demanda doméstica y del empleo (como consecuencia de la menor debilidad que mostraron sus componentes durante el primer semestre del año). Con todo, se mantiene el diagnóstico sobre la evolución subyacente de la economía española: tras prácticamente cinco años de crisis se está tocando fondo en 2013, dando paso en 2014 a la recuperación sostenida de la actividad.

Nuevamente, la heterogeneidad regional englobada en estas perspectivas económicas se mantendrá elevada, siendo la exposición a la demanda externa de bienes y servicios, la corrección de los desequilibrios estructurales y la consolidación fiscal los determinantes más relevantes de las diferencias (véase la Sección 5).

En todo caso, a pesar de que las decisiones de política económica tomadas durante el último año continúan acotando la tensión en los mercados financieros, **la recuperación prevista en este escenario sigue estando condicionada al avance en el proceso de reformas estructurales**, tanto en Europa como en España, **y al ritmo de expansión de las economías emergentes** -particularmente, de China- que progresivamente vienen relevando a los socios comerciales tradicionales. De no confluir con los anteriores factores, la recuperación de la economía europea y, por extensión de la española, podría verse truncada.

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13 (e)	2012	2013 (p)	2014 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	-2,0	-2,3	-2,6	-3,3	-4,0	-3,6	-2,5	-3,2	-0,7
G.C.F Privado	-1,3	-2,2	-2,1	-3,0	-3,9	-3,0	-2,1	-2,6	-0,3
G.C.F Hogares	-1,3	-2,2	-2,1	-3,0	-3,9	-3,0	-2,2	-2,6	-0,3
G.C.F AA.PP	-3,8	-2,8	-4,0	-4,1	-4,3	-5,4	-3,7	-4,7	-1,8
Formación Bruta de Capital	-7,1	-8,8	-9,2	-9,7	-9,0	-7,1	-8,7	-6,4	1,1
Formación Bruta de Capital Fijo	-7,4	-9,2	-9,7	-10,3	-9,0	-7,1	-9,1	-6,5	1,1
Activos Fijos Materiales	-8,1	-10,0	-10,7	-11,0	-9,8	-7,8	-10,0	-7,2	0,8
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-5,1	-6,4	-7,0	-7,9	-6,5	-4,0	-6,6	-2,7	5,1
Equipo y Maquinaria	-5,2	-6,5	-7,0	-7,9	-6,7	-4,1	-6,7	-2,8	5,0
Construcción	-9,5	-11,6	-12,4	-12,3	-11,3	-9,7	-11,5	-9,4	-1,4
Vivienda	-6,8	-7,9	-8,7	-8,7	-9,1	-8,4	-8,0	-8,4	0,0
Otros edificios y Otras Construcciones	-11,9	-14,9	-15,8	-15,7	-13,3	-10,9	-14,6	-10,2	-2,7
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-3,1	-3,8	-4,0	-4,7	-4,9	-4,3	-3,9	-3,8	-0,3
Exportaciones	2,1	2,7	4,2	3,2	4,5	4,0	3,1	3,6	6,8
Importaciones	-5,9	-5,2	-3,4	-5,4	-5,1	-4,0	-5,0	-3,8	3,6
Saldo exterior (*)	2,4	2,4	2,4	2,8	2,9	2,5	2,5	2,3	1,2
PIB pm	-0,7	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,4	0,9
Pro-memoria									
PIB sin inversión en vivienda	-0,3	-0,9	-1,2	-1,5	-1,6	-1,4	-1,0	-1,0	0,9
PIB sin construcción	0,7	0,3	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	0,2	-0,4	1,2
Empleo total (EPA)	-4,0	-4,8	-4,6	-4,8	-4,6	-3,6	-4,5	-3,0	0,2
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	24,4	24,6	25,0	26,0	27,2	26,3	25,0	26,2	25,4
Empleo total (e.t.c.)	-3,7	-4,7	-4,6	-4,7	-4,5	-4,0	-4,4	-3,4	0,1
IPC (media periodo)	2,0	2,0	2,8	3,1	2,6	1,7	2,4	1,7	1,1

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La corrección de los desequilibrios internos toca a su fin, mientras que la contribución positiva de la demanda externa perdura

En primer lugar, se espera que la consolidación fiscal continúe drenando crecimiento en 2013 y, en menor medida, en 2014. A pesar de la reciente extensión del plazo para reducir el déficit público hasta el 3% del PIB, el impacto de la posición cíclica sobre las cuentas públicas y el elevado coste de financiación de la deuda hacen que el esfuerzo fiscal sea todavía significativo (véase la Sección 4). A la luz de la ejecución presupuestaria observada durante el primer semestre del año y de las medidas aprobadas por el Gobierno, se prevé que el consumo público real caiga un 4,7% en 2013, mientras que la inversión en construcción no residencial lo haga en un 10,2%. Dicho tono contractivo de la demanda pública se moderará a lo largo de 2014, situándose la caída del consumo público real y la inversión en construcción no residencial en torno al -1,8% y -2,7%, respectivamente.

En lo que respecta al consumo privado, el aumento de la imposición indirecta en 2012 y la debilidad de algunos de sus determinantes anticipan una caída del gasto durante el año actual

en torno al **-2,6%** (frente al -3,0% esperado hace tres meses) y, **en menor medida, durante el próximo** (-0,3% frente al -0,5% previsto en mayo). Así, el deterioro del empleo provocará una nueva disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de los hogares, que retrocederá en 2013 y se estabilizará en 2014. Adicionalmente, el incremento del IVA en septiembre del pasado año tiene un efecto contractivo permanente sobre el nivel de consumo. Además, la riqueza inmobiliaria real continuará decreciendo durante los próximos trimestres. Por el contrario, la recuperación prevista de la riqueza financiera neta, el mantenimiento de la tasa de ahorro de los hogares en niveles históricamente reducidos¹⁴, la ausencia de presiones inflacionistas de demanda y la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan inalterados, suavizarán la contracción esperada del consumo privado.

A pesar de que el coste de financiación seguirá siendo relativamente elevado, **el 2013 se contempla como un año de transición para la inversión en maquinaria y equipo**. De hecho, la menor debilidad de la demanda interna y la solidez de las exportaciones, permiten mejorar la previsión de esta partida de la demanda para el conjunto del año respecto al escenario contemplado hace tres meses. A pesar de todo, **se espera una nueva contracción en el año en curso (-2,8%)**. Será en 2014 cuando esta partida de la inversión retorne a la senda de **crecimiento sostenido** gracias, sobre todo, a la recuperación de la demanda doméstica y al mantenimiento del buen tono de la demanda externa, **cerrando el año con un incremento en torno al 5,1%**.

La recuperación de la inversión en vivienda tardará algo más en llegar. Durante el presente año, la actividad constructora continuará ajustándose, aunque a un ritmo menor: dado el número de viviendas que se inician, el recorrido del ajuste parece limitado¹⁵. A su vez, se prevé que en 2013 las ventas muestren una caída relevante tras el crecimiento experimentado en 2012, aunque inferior a la esperada inicialmente debido, en parte, al sostenimiento de la demanda extranjera y al atractivo que pueden presentar ya algunas operaciones para los inversores. En consecuencia, **se prevé un recorte de este componente de la inversión en torno al 8,5% para 2013**. Sin embargo, **la recuperación de la actividad constructora y la mejora esperada de los fundamentos de la demanda evitarían nuevas caídas de la inversión residencial en el conjunto de 2014**.

Las perspectivas del sector exterior vienen influenciadas por la ligera desaceleración de la economía global en el 2013. **Aun así, el crecimiento mundial se mantendría elevado y anticiparía una expansión de las exportaciones del 5,2% en promedio del bienio 2013-2014**, cerca de un punto inferior al crecimiento esperado hace tres meses. Cabe destacar, sin embargo, que la persistencia de las tensiones políticas en los países competidores del este del Mediterráneo (v.g., Egipto y Turquía) se presenta como un sesgo al alza en las exportaciones de servicios turísticos respecto a lo previsto a comienzos del año¹⁶.

Asistidas por una mejor demanda interna y por la expansión todavía elevada de las exportaciones, las importaciones conseguirían frenar su caída y comenzar a crecer en el horizonte de previsión, dejando el promedio 2013-2014 en una leve contracción del -0,1%. Así, **el sector exterior continuaría ejerciendo de motor del crecimiento y aportaría, en promedio, 1,8 pp al crecimiento del PIB hasta 2014**, facilitando la consecución de superávits por cuenta corriente tanto en 2013 como en 2014 (véase el Recuadro 1).

14: Véase el Recuadro 2 de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre del 2013 para un análisis detallado de los determinantes de la tasa de ahorro de los hogares en España durante las últimas cuatro décadas.

15: Durante 2012 el número de viviendas iniciadas apenas superó el 7,5% de las iniciadas entre 2004 y 2008, y en 2013 se espera que representen en torno al 4,5% de las iniciadas durante la fase expansiva precedente.

16: La seguridad que ofrece el mercado turístico español continúa manteniéndose como un punto fuerte respecto a algunos de sus competidores del arco del mediterráneo, lo que podría estar favoreciendo nuevamente la absorción de la demanda huida de estos destinos. De hecho, durante las revueltas de 2011 en los mercados magrebíes, el consumo de no residentes en el territorio español aumentó un 6,4% mientras que en estos mercados cayó cerca de un 30% (-33% y -30% en Túnez y Egipto, respectivamente). Un año después, estos destinos sólo recuperaron una parte de su demanda (+29,4% y +17% en 2012, respectivamente) mientras que en España se observó una corrección a la baja en torno al 1,0%.

La reforma laboral y el inicio de la recuperación atenúan la destrucción de empleo en 2013 y anticipan un 2014 esperanzador

El menor deterioro de la actividad económica moderó la pérdida de empleo en el segundo trimestre, lo que introduce un **sesgo positivo en las previsiones para 2013**, a pesar de la disminución esperada del número de ocupados del sector público como consecuencia del proceso de consolidación fiscal. Incluso tomando en cuenta la caída prevista de la población activa, **la tasa de desempleo repuntará hasta el 26,2% en el conjunto del 2013**. La recuperación del crecimiento en 2014, y la mejora de la eficiencia del mercado de trabajo inducida por la reforma laboral¹⁷, provocarán un **aumento de la ocupación del sector privado y una ligera reducción de la tasa de paro**, sobre todo durante la segunda mitad del ejercicio¹⁸.

Las expectativas de inflación se mantienen ancladas por debajo del 2,0%

A pesar del reciente aumento de los impuestos especiales (tabaco y bebidas alcohólicas) y de los precios regulados (energía eléctrica), se espera que la inflación continúe moderándose -por lo menos, durante lo que resta de 2013 y el primer semestre de 2014- tras el agotamiento del efecto base provocado por los cambios tributarios en el 2S12. Con todo, aunque la incertidumbre sobre la inflación importada (precios de las materias primas) es elevada, siguen sin apreciarse presiones inflacionistas de demanda. Así, **la inflación media de este año se situará en torno al 1,7%, mientras que la prevista para 2014 es del 1,1%**.

17: En el Recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012 se realizaba una evaluación de la reforma del mercado de trabajo, aprobada en febrero de 2012.

18: La reforma laboral facilita el necesario reequilibrio entre el ajuste del margen extensivo (empleo) y el intensivo (horas de trabajo y remuneración) y contribuye a incrementar la productividad. Estas consecuencias, unidas al cambio de modelo productivo que está experimentando la economía española, deberían posibilitar una mayor creación de empleo y una reducción más intensa de la tasa de paro por cada punto de PIB. Más detalle en: Andrés, J., J. E. Boscá, R. Doménech y J. Ferri: "Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both", BBVA Working Paper 10/13, Madrid. Disponible en: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1013_tcm348-221513.pdf?ts=15112011.

Recuadro 1. Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España

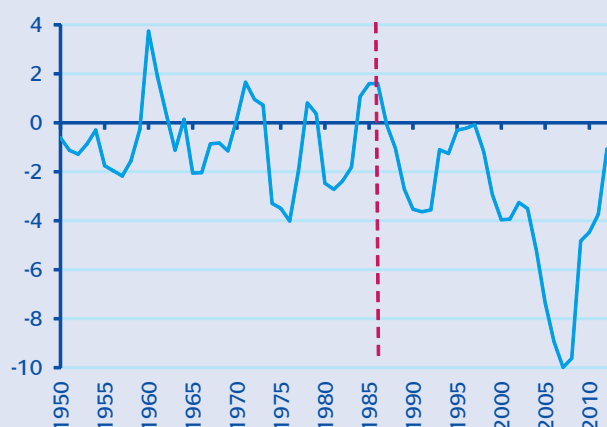
En el período 1950-2012, la economía española registró un saldo deficitario promedio del 1,9% del PIB en sus cuentas anuales con el resto del mundo. Desde 1950 hasta mediados de los años 80, España alternó breves episodios de superávits por cuenta corriente con episodios de déficits más pronunciados y duraderos (véase el Gráfico 23). A partir del ingreso en la comunidad económica europea (CEE) en 1986 y hasta 2012, la economía española encadenó 26 años de saldo deficitario en la balanza por cuenta corriente, de los cuales destaca el deterioro que comienza en 1995 y culmina en 2007 con el mayor déficit de su historia reciente (10% del PIB).

En principio, el saldo deficitario histórico de la economía española se podría achacar a un proceso de convergencia en renta per cápita con Europa. A medida que una economía se abre al exterior y se moderniza, acumula factores de producción (capital y trabajo) y adopta la tecnología y las prácticas organizativas más eficientes con la expectativa de que las rentas futuras derivadas de la mayor competitividad pagarán la deuda externa acumulada en el período de convergencia. Sin

embargo, aún en presencia de factores de convergencia, el déficit por cuenta corriente se puede volver problemático cuando supera el denominado nivel de sostenibilidad, en particular, cuando se cuestiona si el ahorro futuro de un país podrá hacer frente al endeudamiento acumulado en los años previos. La magnitud concreta del umbral de sostenibilidad está abierta a debate: desde el 5% del PIB hasta el valor en el que se estabiliza la ratio entre la posición de inversión internacional neta¹⁹ (PIIN) y el PIB (véase, por ejemplo, Summers (1996) y Milesi-Ferretti y Razin (1996))²⁰. De acuerdo a ambos criterios, durante la etapa previa a la crisis, la economía española superó con creces lo que se puede considerar el nivel de sostenibilidad. El déficit externo excedió el 5% del PIB durante cinco años consecutivos y la economía acumuló una PIIN en los aledaños del 90% del PIB, ambas magnitudes difícilmente sostenibles en el medio plazo (véanse los Gráficos 23 y 24). En aquellos años, la percepción de la insostenibilidad del déficit externo se dispó por la aparente disponibilidad sin límite de ahorro extranjero dispuesto a invertir en activos privados españoles²¹.

Gráfico 23

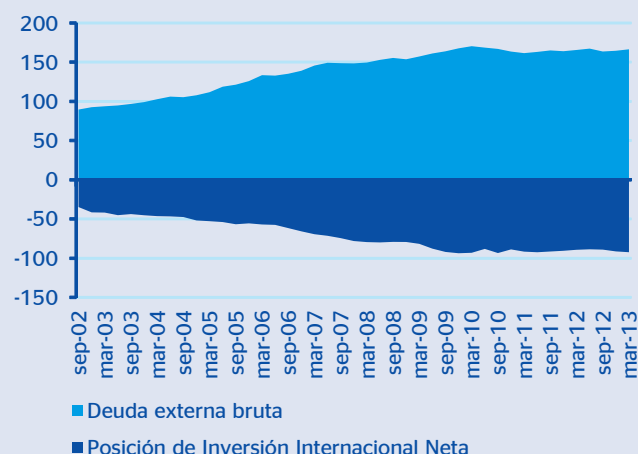
España: saldo de la balanza por cuenta corriente en % del PIB, 1950-2012



Nota: La línea vertical se sitúa en 1986, año de entrada de España en la CEE.
Fuente: Correa-López y de Blas (2012)

Gráfico 24

España: deuda externa bruta y PIIN en % del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

19: La PIIN descuenta del endeudamiento exterior bruto de la economía española los activos extranjeros propiedad de residentes en España.

20: El umbral de déficit por cuenta corriente que la literatura ha identificado tradicionalmente como problemático y, por lo tanto, precursor de episodios de crisis en la balanza de pagos es del 5%, en especial, si el déficit se genera a raíz de un consumo elevado, financiado mediante deuda a corto plazo y reservas. Por otro lado, la estabilización de la ratio de la PIIN sobre el PIB reflejaría, entre otros aspectos, tanto la disponibilidad de capital extranjero para financiar el déficit corriente como la predisposición del país deudor de amortizar su deuda externa.

21: Para un análisis detallado de los movimientos de capital de la economía española desde la entrada en el euro, véase el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al tercer trimestre de 2012, disponible en http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbir/mult/1208_Situacionespana_tcm346-351334.pdf?ts=3072013.

Los episodios de deterioro significativo del déficit por cuenta corriente suelen preceder a períodos denominados de “reversión” o corrección brusca del saldo deficitario. Para una muestra de 25 países industrializados analizada en el período 1980-1997, Freund (2005) argumenta que la reversión típica comienza cuando el déficit por cuenta corriente alcanza el 5% del PIB y que el 80% del déficit desaparece en tres años, si bien existe disparidad entre las experiencias de distintos países. La economía española comenzó su última etapa de reversión por cuenta corriente en 2008, y en cinco años el ajuste acumulado ha alcanzado el 89%, siendo los años 2009 y 2012 los que registraron mayor variación absoluta (4,8 pp y 2,7 pp del PIB, respectivamente). En línea con el patrón de corrección identificado en Freund (2005), el ajuste de la cuenta corriente en España ha venido acompañado de caídas de la inversión privada (un 34%) y de las importaciones (un 15%), una depreciación real de los costes laborales unitarios por encima del 5% y una expansión de las exportaciones del 11%, esta última en ausencia de la devaluación cambiaria como mecanismo de ajuste. Más aún, los datos disponibles de la balanza de pagos de 2013 indican que la economía española logrará, previsiblemente, cerrar 2013 con un moderado superávit. La cuestión clave es discernir en qué medida el ajuste dará paso a una situación en la que España genere superávits por cuenta corriente en su componente estructural o de largo plazo.

A continuación, se resumen los resultados de un estudio reciente sobre la dinámica del saldo por cuenta corriente en España para el período 1980-2012 (véase BBVA Research, 2013). El estudio adopta un marco analítico que explora la variación del saldo corriente en sus componentes cíclico (de corto plazo) y estructural (de medio y largo plazo). El análisis tiene como punto de partida la identidad macroeconómica entre el ahorro nacional neto -privado y público- y el ahorro externo neto, que incluye los rendimientos -positivos o negativos- de la PIIN²². Entre otras variables, se explora el papel del saldo fiscal, la renta per cápita relativa, la PIIN inicial, la inversión, la tasa de dependencia demográfica o la liberalización comercial, como determinantes del saldo corriente. Además, se descompone cada variable explicativa en sus tres frecuencias de oscilación y se permite que cada uno de los componentes pueda tener un efecto distinto sobre la cuenta corriente²³. El Cuadro 2 resume el conjunto de factores que pueden influenciar la dinámica del saldo por cuenta corriente y especifica el signo de la correlación esperada de acuerdo a la literatura económica.

Los resultados analíticos muestran que, en el caso de España, las variables que tienen una correlación mayor con la cuenta corriente son la inversión y la balanza comercial de petróleo²⁴. Dentro del componente de medio plazo también son significativas el crédito al sector privado y la ratio de dependencia de la tercera edad, con signo negativo, y el grado de apertura comercial, el saldo fiscal y el PIB per cápita, con signo positivo. Desde el punto de vista cíclico, también son significativos los efectos del gasto sanitario, la brecha de producto, el crédito al sector privado y la variación del tipo de cambio efectivo real.

22: Para una revisión de la metodología, véase, por ejemplo, Ca' Zorzi *et al.* (2012).

23: En el caso de determinadas variables, tal y como es la brecha de producción, sólo se incluye el componente de corto plazo o componente cíclico (véase, para más detalle, BBVA Research (2012, 2013)).

24: El modelo se estima con un panel de datos de 72 países en el período 1980-2012. La base de datos se ha construido a partir de FMI-WEO, Banco Mundial, Naciones Unidas, OCDE, Darvas (2012), y BBVA Research. Las variables se expresan en desviación del promedio mundial, excepto la variable dependiente, la PIIN inicial, la balanza comercial del petróleo y la variación de la relación de intercambio, debido a que en estos casos el promedio mundial sería cero. La primera estimación se realiza utilizando mínimos cuadrados generalizados factibles (FGLS) y, en una segunda etapa, se adapta la estimación de los coeficientes de corto y medio plazo que resultan de la estimación del panel al caso español. En concreto, se reestiman dichos coeficientes en un modelo bayesiano de series temporales específico de España, donde se utilizan los coeficientes de corto y medio plazo del modelo de panel, así como su distribución, como información previa en la estimación bayesiana. La estimación de los coeficientes de largo plazo del modelo de panel se mantiene intacta.

Cuadro 2

Determinantes del saldo de la balanza por cuenta corriente

Variable	Correlación esperada	Mecanismo teórico
Ratio de dependencia de la tercera edad (% de la población total)	(-)	Una mayor proporción de dependientes económicamente inactivos se asocia a un menor ahorro nacional
Ratio de dependencia de la población joven (% población total)	(-)	
Crecimiento de la población (%)	(-)	Variable que aproxima la población activa futura
Gasto sanitario público (% PIB)	(-)	Variable que aproxima brechas estructurales de política económica
Inversión (% PIB)	(-)	El déficit por cuenta corriente se correlaciona con las ganancias futuras de productividad derivadas de una mayor inversión presente como consecuencia de, por ejemplo, un proceso de convergencia o "catching-up" (-). Si la tasa de inversión a largo plazo es elevada, el retorno de dicha inversión -vía ganancias de productividad- acabaría por generar mejoras en el saldo corriente (+). La correlación (-) tiende a dominar en la literatura
PIB per cápita (ajustado PPA, dólares EE. UU, en logs)	(+)	Países con una menor renta y, por lo tanto, menor grado de desarrollo suelen producir déficits corrientes elevados debido al conjunto de inversiones que se realizan de cara a favorecer la convergencia económica
Saldo fiscal (% PIB)	(+)	Los déficits presupuestarios se asocian a un peor comportamiento del saldo por cuenta corriente al redistribuir renta de las generaciones futuras a la generación actual
Crédito al sector privado (% PIB)	(+)/(-)	Un sistema financiero más desarrollado puede dar lugar a un mayor ahorro (+), en contraposición, también podría señalar una excesiva facilidad de endeudamiento lo que daría lugar a un menor ahorro (-)
PIIN (% PIB)	(+)	Una mejor PIIN inicial suele asociarse a un mejor comportamiento del saldo corriente debido al mejor comportamiento del saldo de la balanza de rentas (+). Por otro lado, la mejor PIIN inicial podría facilitar la acumulación de déficits en la balanza comercial durante un período largo de tiempo (-). La correlación (+) tiende a dominar en la literatura
Apertura comercial (% PIB)	(+)	Variable que aproxima la existencia de barreras al comercio internacional -o, en sentido más amplio, los costes del comercio internacional. Esta variable puede captar otros atributos, tal y como el grado de atractivo de la inversión extranjera directa
Balanza comercial petróleo (% PIB)	(+)	El elevado precio del petróleo empeora el saldo de la balanza energética de los países importadores lo que se asocia a un empeoramiento del déficit por cuenta corriente
Brecha de producción (% PIB)	(-)	Variable que aproxima shocks de demanda
Relación de intercambio (variación en %)	(+)	Un aumento en la relación de intercambio se asocia a un aumento de la renta real disponible y, por lo tanto, del ahorro
Tipo de cambio efectivo real	(+)	Las ganancias de competitividad-precio de las exportaciones mejoran el saldo corriente
Tipo de interés a corto plazo en EE. UU. (%)	(-)	Movimientos adversos en los mercados de capital se asocian a un empeoramiento del saldo por cuenta corriente
VIX (variación en %)	(+)	Un aumento en la aversión al riesgo se asocia a un mayor ahorro

Fuente: BBVA Research a partir de Chinn y Prasad (2003), Chinn y Ito (2007), Cheung *et al.* (2010) y Ca' Zorzi *et al.* (2012)

El Gráfico 25 muestra la senda de la cuenta corriente observada y su previsión para el horizonte temporal 2013-2020. Las previsiones de la cuenta corriente se toman del World Economic Outlook (WEO, Abril 2013) publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Asimismo, el gráfico muestra la senda de la cuenta corriente ajustada por el modelo y su previsión tomando, en su mayoría, las previsiones provenientes del WEO para

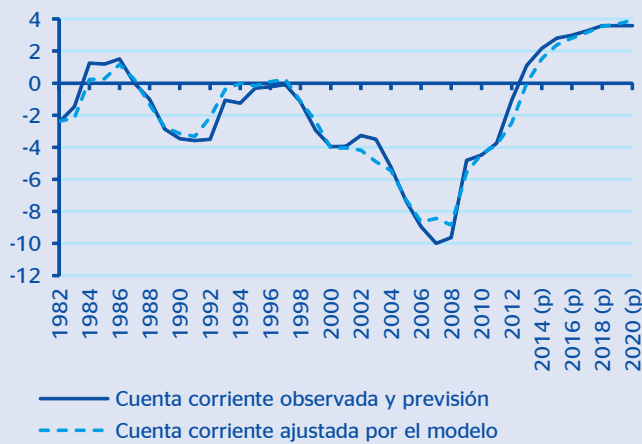
cada una de las variables explicativas²⁵. En el gráfico se observa el buen ajuste del modelo durante el horizonte muestral. La senda de previsión derivada del modelo es muy similar a la considerada por el FMI y ambas reflejan un saldo corriente en claro superávit hasta 2020. De confirmarse, este patrón supondría un avance importante en el proceso de desapalancamiento de la economía española frente al resto del mundo.

25: Se ha primado la utilización de una única fuente para las previsiones de todas las variables.

El Gráfico 26 presenta los resultados de la descomposición cíclica y estructural del modelo. **La cuenta corriente en España ha presentado déficits estructurales durante todo el período muestral.** A modo ilustrativo, durante la década previa al desencadenamiento de la crisis de 2008, el peso promedio del componente estructural fue del 68%, si bien se observa una mayor relevancia del componente cíclico en los últimos cuatro años de crecimiento económico. En sólo tres ocasiones el comportamiento del componente

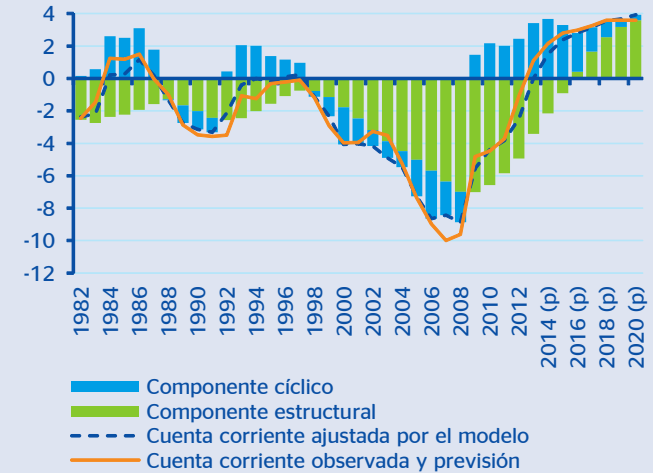
cíclico ha contribuido a reducir la magnitud del déficit corriente: a mediados de los años 80, en la primera mitad de los años 90 y en el proceso de reversión actual. En este último, **los superávits cíclicos, unidos al ajuste estructural en marcha, han dado especial tracción a la corrección del déficit**²⁶. A 2020, la senda de previsión ajustada por el modelo situaría la PIIN de la economía española en torno al 70% del PIB.

Gráfico 25
España:
sendas de la balanza por cuenta corriente (en % del PIB)



(p) previsión. Las previsiones de las variables proceden del FMI-WEO. Véase el texto para más detalle.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 26
España: componentes cíclico y estructural de la balanza por cuenta corriente (en % del PIB)



(p) previsión. Las previsiones de las variables proceden d el FMI-WEO. Véase el texto para más detalle.
Fuente: BBVA Research

Con respecto a los **principales determinantes del saldo corriente estructural** destaca, por un lado, la contribución negativa y persistente de la PIIN inicial²⁷ (véase el Gráfico 27). Asimismo, la evolución del componente estructural de la inversión ha ejercido un papel significativo en la dinámica del saldo corriente estructural. En concreto, se encuentra detrás de los ajustes estructurales de mediados de los 80 y principios de los 90, así como del deterioro corriente que ganó tracción con el cambio de siglo. Las

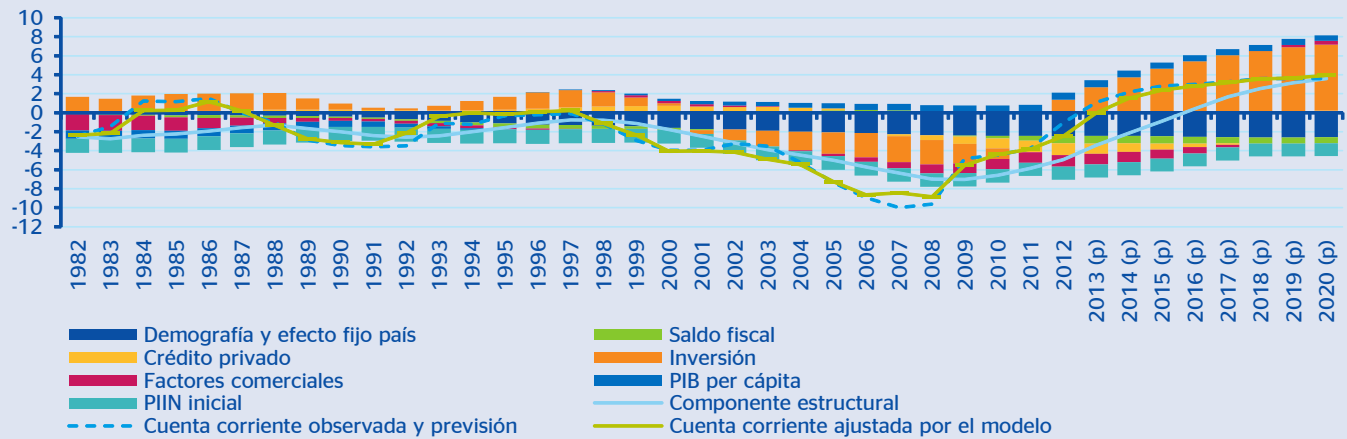
variables demográficas contribuyen de forma creciente al saldo estructural negativo, si bien su contribución es ligeramente menor a la que se deduce del Gráfico 27 dado que esta variable incorpora el efecto fijo negativo de España, considerado aquí como parte estructural. Por su parte, el saldo fiscal estructural, así como el resto de variables, contribuyen de forma marginal a la determinación del déficit corriente estructural.

26: El peso del componente cíclico en la variación de la cuenta corriente entre 2007 y 2012 es superior al peso del componente estructural (76% frente a 24%), si bien esta situación se revierte cuando se toma la variación de los dos últimos años, momento a partir del cual el peso del componente estructural en el ajuste adquiere mayor relevancia (85%). El FMI (2013) encuentra un mayor peso del componente cíclico en el proceso de ajuste de varias de las economías periféricas del área euro, entre ellas, España. En todo caso, no se descarta que otras estimaciones puedan dar lugar a un reparto más equitativo de los componentes cíclico y estructural (véase, por ejemplo, La Caixa (2013) y Banco de España (2013)).

27: La PIIN inicial hace referencia a la PIIN retardada dos períodos.

Gráfico 27

España: descomposición de la cuenta corriente estructural en sus factores determinantes (en % del PIB)



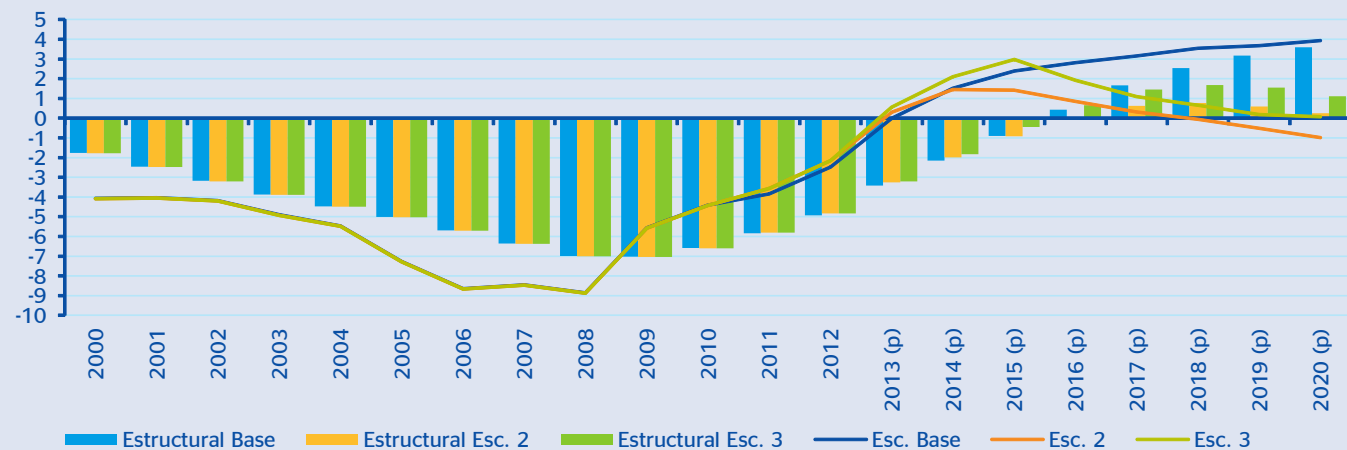
(p) previsión. Las previsiones de las variables proceden, en su mayoría, del FMI-WEO. Véase el texto para más detalle.
Fuente: BBVA Research

Dado el elevado peso que tiene la inversión estructural en la senda de previsión de la cuenta corriente estructural, **se presentan los resultados de un ejercicio de simulación en el que se incorporan tres escenarios alternativos sobre la evolución de la ratio de inversión sobre PIB.** Nótese que, de acuerdo a las previsiones del FMI, la ratio de inversión sobre PIB continuará en una senda de corrección hasta niveles cercanos al 16% en 2018. Esta senda implica que la economía española transitaría desde una ratio 7 puntos por encima del promedio mundial en 2007 a un ratio casi 10 puntos por debajo del promedio mundial en 2018.

En el escenario denominado “base” se utilizan las previsiones de inversión del FMI descritas anteriormente. Como primer escenario alternativo (escenario 2) se utilizan las previsiones de BBVA Research de la ratio de inversión sobre PIB (24% hacia 2020) y, como segundo escenario alternativo (escenario 3), se incorporan las previsiones de la OCDE (22% en 2020). Como se puede observar en el Gráfico 28, bajo un escenario de mayor recuperación de los niveles de inversión, la evolución de la cuenta corriente sería, *ceteris paribus*, menos optimista. No obstante, es importante señalar que **bajo cualquiera de los tres escenarios alternativos España alcanzaría el superávit estructural de la cuenta corriente hacia 2016** y que éste se mantendría durante todo el horizonte de previsión.

Gráfico 28

España: evolución de la cuenta corriente estimada y de su componente estructural en % del PIB (escenarios alternativos de inversión)



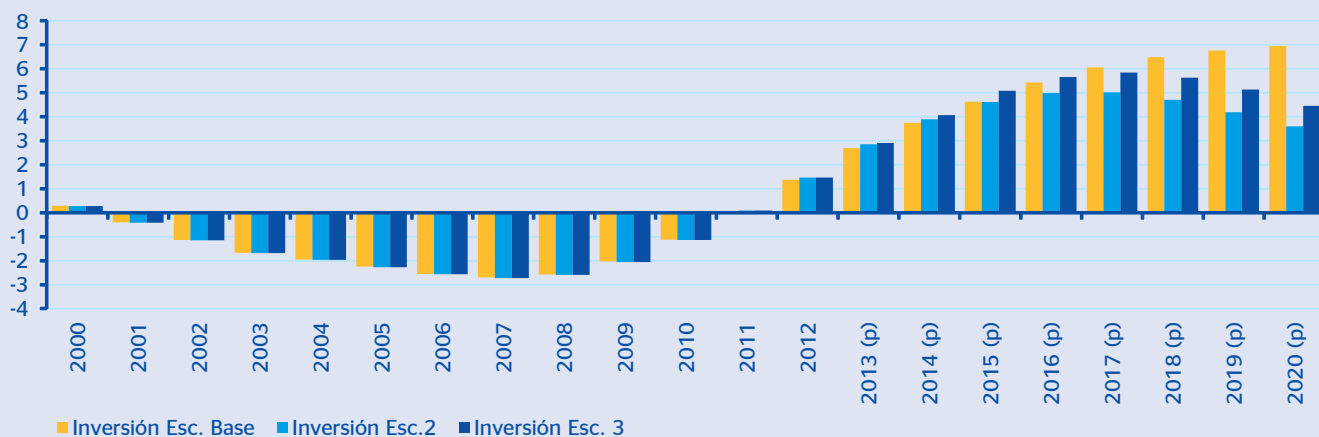
(p) previsión. Escenario Base: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB del FMI; Escenario 2: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB de BBVA Research; Escenario 3: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB de OCDE.
Fuente: BBVA Research

Por último, el Gráfico 29 presenta la evolución de la contribución del componente estructural de la ratio de inversión sobre PIB a la cuenta corriente estructural. Bajo los tres escenarios se espera que la contribución estructural de la inversión pase de cerca del -3% del PIB

en 2007 al +5-6% del PIB en 2016. A partir de 2016, las previsiones difieren en mayor medida. Así, la contribución estructural de la inversión se situaría en la horquilla del 3,5% al 7% bajo los escenarios alternativos a 2020.

Gráfico 29

España: evolución de la contribución estructural de la inversión (en % del PIB; escenarios alternativos de inversión)



(p) previsión. Escenario Base: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB del FMI; Escenario 2: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB de BBVA Research; Escenario 3: previsiones utilizando la ratio Inversión/PIB de OCDE.
Fuente: BBVA Research

En síntesis, desde una perspectiva metodológica enfocada en la identidad macroeconómica del ahorro y la inversión, este recuadro muestra que **el deterioro del saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente de la economía española desde mediados de los años 90 tuvo un componente estructural elevado**. Asimismo, el proceso de reversión observado desde 2008 se ha apoyado, en una primera fase, en la disminución gradual del déficit estructural y la generación de superávits cíclicos y, en una segunda fase, en la disminución pronunciada del componente estructural del déficit. Las contribuciones más relevantes al déficit estructural se encuentran en la evolución de la inversión, la PIIN inicial y la demografía. **A medio plazo, las previsiones indican**

que la economía española podría generar superávits estructurales, aliviando la presión financiera que ejerce el elevado endeudamiento externo sobre las decisiones de los agentes económicos. La generación de superávits estructurales en la balanza por cuenta corriente significaría un cambio en el patrón de crecimiento de la economía que habría de apoyarse en la reorientación de los recursos productivos hacia los sectores exportadores y la consecución del ahorro energético. La reasignación rápida y eficaz de estos factores facilitaría el desendeudamiento de España frente al exterior y la corrección de uno de los grandes desequilibrios acumulados en el período anterior a 2008.

Referencias

- Banco de España (2013). "El Saldo de la Balanza por Cuenta Corriente Ajustado de Ciclo: Un Análisis para las Economías del G-20", Boletín Económico, marzo 2013.
- BBVA Research (2012). "Structural Twin Deficits: A Problem of the Developed World rather than the Emerging One", Febrero 2012.
- BBVA Research (2013). "Un Análisis de la Evolución y Determinantes del Saldo por Cuenta Corriente en España", Observatorio Económico, de próxima aparición.
- Ca' Zorzi, M. Chudik, A. y Dieppe, A. (2012). "Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31, págs. 1319-1338.
- Cheung, C., Furceri, D. y Rusticelli, E. (2010). "Structural and Cyclical Factors behind Current-Account Balances" OECD Economics Department Working Papers 775, OECD.
- Chinn, M.D. y Prasad, E.S. (2003). "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration", *Journal of International Economics*, Vol. 59, págs. 47-76.
- Chinn, M.D. y Ito, H. (2007). "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World "Saving Glut"", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26, págs. 546-569.
- Correa-López, M. y de Blas, B. (2012). "International Transmission of Medium-Term Technology Cycles: Evidence from Spain as a Recipient Country", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 12(1), Topics.
- Darvas, Z. (2012). "Real Effective Exchange Rates for 178 Countries: A New Database", Working Paper 1201, Department of Mathematical Economics and Economic Analysis, Corvinus University of Budapest.
- FMI (2013). Euro Area Policies, IMF Country Report No. 13/232.
- Freund, C. (2005). "Current Account Adjustment in Industrial Countries", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 24, págs. 1278-1298.
- La Caixa (2013). Informe mensual, número 369, junio 2013.
- Milesi-Ferretti, G.M. y Razin A. (1996). "Sustainability of Persistent Current Account Deficits", NBER Working Paper No. 5467.
- Summers, L. (1996). Commentary. En: Hausman, R. y Rojas-Suarez, L. (Eds.), *Volatile Capital Flows: Taming Their Impact on Latin America*. Inter-American Development Bank and Johns Hopkins University Press, Baltimore.

Recuadro 2. Los costes de una regulación anticompetitiva: España en comparativa internacional

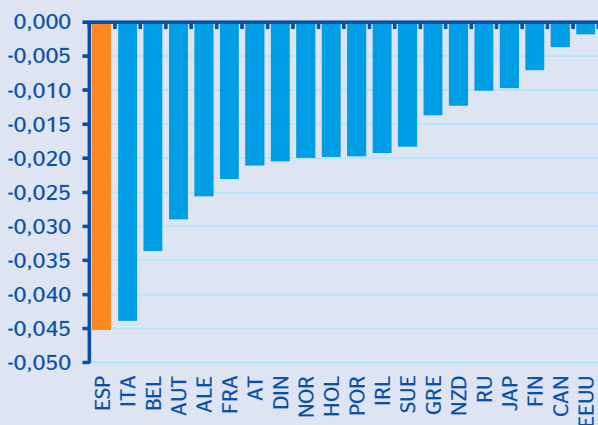
El proceso de cambio de modelo productivo por el que está transitando la economía española para corregir los desequilibrios estructurales y elevar la tasa de crecimiento potencial necesita del desarrollo de un marco institucional adecuado y estable. Un elemento importante de esta configuración institucional lo conforma el contexto regulador en el que se desenvuelve la actividad económica y que ha de facilitar y garantizar el funcionamiento competitivo de los mercados. La literatura económica ha estudiado los efectos positivos que ejerce la competencia sobre el empleo, la productividad, la inflación o el crecimiento (véase, por ejemplo, Arnold *et al.* (2011), Barone y Cingano (2011), Fiori *et al.* (2012)), si bien quedan por cuantificar muchas de las externalidades asociadas al desarrollo de un marco regulatorio procompetitivo.

A partir de la década de los 90, y en un esfuerzo coordinado de fomento de la competencia a nivel europeo, la economía española liberalizó una parte relevante del sector servicios e incrementó la competencia de forma paulatina en lo que antes eran monopolios estatales. Las repercusiones económicas del proceso de liberalización, que tomó tracción a mitad de la década de los 90, se desconocen, en buena medida

debido a la dificultad asociada a su cuantificación. El Indicador de Impacto Regulatorio (IIR), elaborado por la OCDE para el período 1975-2007, es un primer intento de cuantificar los efectos externos de la liberalización en España y de señalar el camino que la economía tiene que recorrer de cara a alinearse con los mercados más eficientes del mundo. En concreto, el IIR mide los costes potenciales que la existencia de una regulación anticompetitiva en sectores no manufactureros (energía, transporte, y comunicación, entre otros) impone sobre el resto de sectores de la economía que utilizan a los primeros como *inputs* en el proceso productivo²⁸.

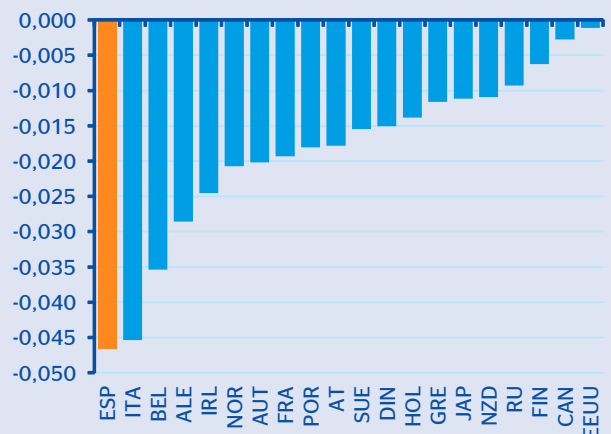
Si se explora la evolución temporal del IIR en los 10 sectores que conforman las manufacturas en España y se compara esta evolución con la de sus homólogos de 19 países de la OCDE, se observa que España fue la economía que disminuyó en mayor medida los costes potenciales de la regulación anticompetitiva durante el período 1995-2007 (véanse los Gráficos 30 y 31)²⁹. En este período, la economía española pasó del puesto 18 al 13 en el IIR promedio de manufacturas.

Gráfico 30
Variación absoluta del Indicador de Impacto Regulatorio en el sector de alimentos, bebidas y tabaco, 1995-2007



Nota: valores más negativos indican una mayor reducción en los costes potenciales de una regulación anti-competitiva.
Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

Gráfico 31
Variación absoluta del Indicador de Impacto Regulatorio en el sector de material de transporte y vehículos de motor, 1995-2007



Nota: valores más negativos indican una mayor reducción en los costes potenciales de una regulación anti-competitiva.
Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

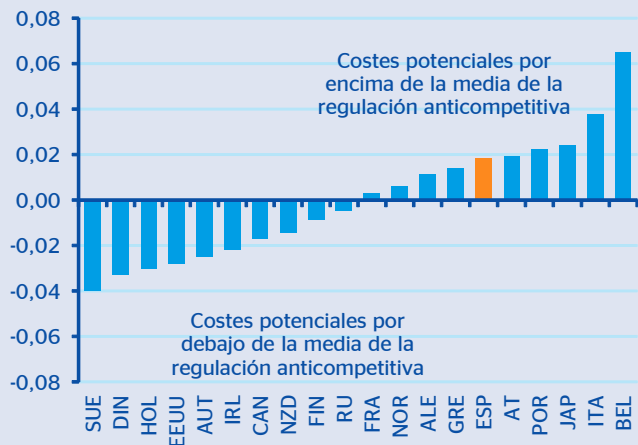
28: Una descripción detallada del indicador figura en OCDE (2011). Product Market Regulation Database, disponible en www.oecd.org/economy/pmr.

29: En concreto, los sectores analizados son: alimentos, bebidas y tabaco; textiles y confección; madera, papel y artes gráficas; industria química; caucho y plástico; productos minerales no metálicos; metales, productos metálicos y máquinas industriales; maquinaria y material eléctrico, electrónica; material de transporte y vehículos de motor; mobiliario y otras industrias manufactureras.

Si bien la convergencia hacia el marco regulatorio de las economías más competitivas supuso un avance de cinco puestos en el ranking de la OCDE, **la economía española se caracterizó durante la expansión previa a la crisis por tener un contexto regulatorio que, en**

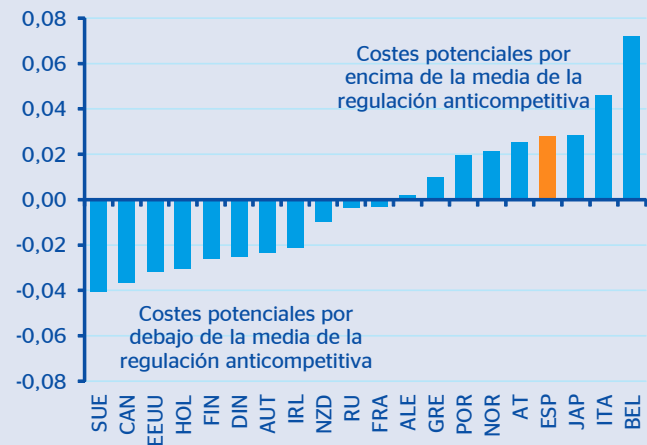
promedio, imponía mayores costes a sus empresas de manufacturas (véanse los Gráficos 32-35). Este mayor coste supone una presión negativa sobre la competitividad de las empresas en el exterior.

Gráfico 32
Indicador de Impacto Regulatorio en el sector de alimentos, bebidas y tabaco, desviación con respecto a la media muestral 1995-2007



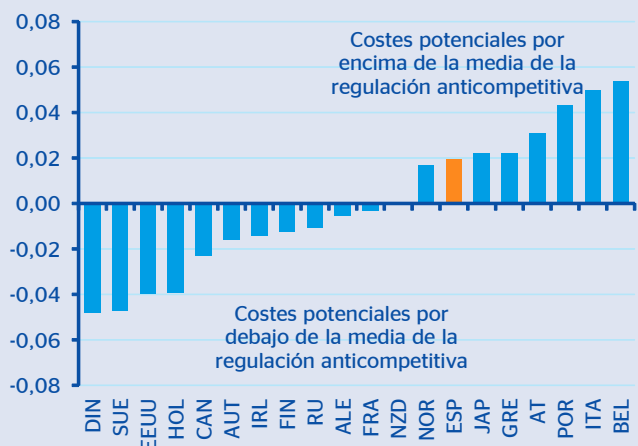
Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

Gráfico 33
Indicador de Impacto Regulatorio en el sector de textiles y confección, desviación con respecto a la media muestral 1995-2007



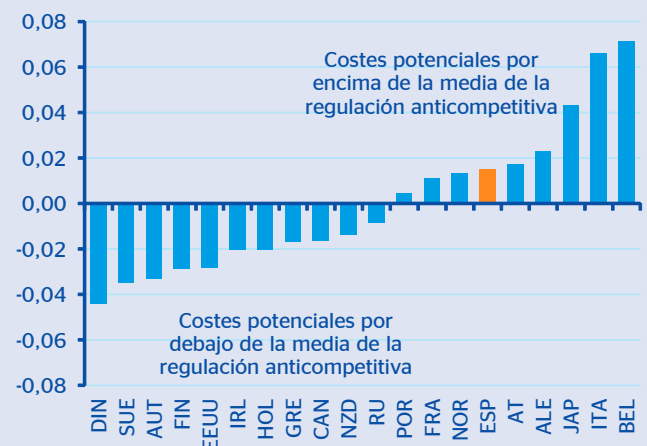
Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

Gráfico 34
Indicador de Impacto Regulatorio en la industria química, desviación con respecto a la media muestral 1995-2007



Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

Gráfico 35
Indicador de Impacto Regulatorio en el sector de material de transporte y vehículos de motor, desviación con respecto a la media muestral 1995-2007



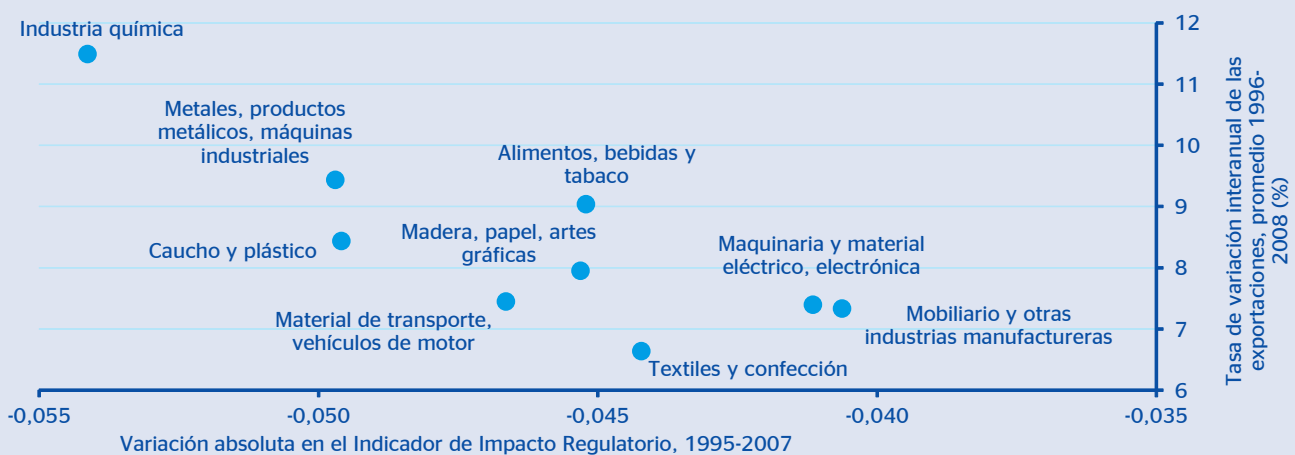
Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

Con todo, a pesar de la mayor externalidad negativa proveniente de una competencia todavía insuficiente en los sectores de la energía, el transporte o la comunicación, **el sector manufacturero en España se habría beneficiado del marcado proceso de liberalización en curso, inclusive en lo que se refiere a su comportamiento en los mercados internacionales.** Una primera evidencia

de este efecto aparece en la correlación positiva entre la variación del IIR y el crecimiento de las exportaciones. Así, el Gráfico 36 muestra que **los sectores que experimentaron una mayor disminución en los costes asociados a una regulación anticompetitiva registraron un mayor crecimiento de las exportaciones durante el período previo a la crisis**³⁰.

Gráfico 36

España: Indicador de Impacto Regulatorio y exportaciones nominales de manufacturas, 1995-2008



Nota: valores más negativos en el eje horizontal indican una mayor reducción en los costes potenciales de una regulación anti-competitiva.
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex y OCDE

Si bien es necesario confirmar que esta correlación se mantiene una vez se controla por otros determinantes de las exportaciones, la evidencia es, cuando menos, sugestiva. Dado que una regulación orientada a favorecer la competencia de mercado se asocia a un mejor comportamiento de la competitividad-precio (véase, por ejemplo, Correa-López *et al.* (2013)), la evidencia mostrada en este recuadro señala el impulso exportador que la economía española podría recibir si realiza las reformas institucionales necesarias para converger en materia de competencia con los países más avanzados.

Referencias

Arnold, J.M., Javorcik, B.S. y Mattoo, A. (2011). "Does Service Liberalization Benefit Manufacturing Firms? Evidence from the Czech Republic", *Journal of International Economics*, Vol. 85, págs. 136-146.

Barone, G. y Cingano, F. (2011). "Service Regulation and Growth: Evidence from OECD Countries", *Economic Journal*, Vol. 121, págs. 931-957.

Correa-López, M., García-Serrador, A. y Mingorance-Arnáiz, C. (2013). "Product Market Competition, Monetary Policy Regimes and Inflation Dynamics: Evidence from a Panel of OECD Countries", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, de próxima aparición.

Fiori, G., Nicoletti, G., Scarpetta, S. y Schiantarelli, F. (2012). "Employment Effects of Product and Labour Market Reforms: Are There Synergies?", *Economic Journal*, Vol. 122, págs. F79-F104.

30: El gráfico excluye los productos minerales no metálicos dado que su producción se orientó a suplir la expansión doméstica del sector de la construcción.

4. El ajuste fiscal continúa, aunque de forma menos intensa que en los trimestres precedentes

Durante el primer trimestre de 2013 se mantuvo la política de control del gasto y ajuste fiscal, si bien de forma algo menos intensa que en los trimestres precedentes. De esta forma, el déficit acumulado del conjunto de administraciones públicas se situó en el 1,2% del PIB, dos décimas por debajo del registrado en el primer trimestre del año pasado (véase el Gráfico 37). Como se observa en el Gráfico 38, tanto la administración central como las comunidades autónomas acumularon un déficit hasta el 1T13 del 1,5% y el 0,1% del PIB, respectivamente, mientras que las corporaciones locales y la Seguridad Social -favorecida por los adelantos de transferencias realizados por la administración central- registraron un ligero superávit.

De cara al segundo trimestre, los últimos datos de ejecución presupuestaria situarían el déficit acumulado hasta mayo por encima del 3% del PIB, lo que supondría un deterioro de casi dos puntos porcentuales (pp) respecto al primer trimestre. Este empeoramiento del saldo presupuestario se debe fundamentalmente al Estado, que ha incrementado su déficit en torno a 1,7 pp del PIB por el incremento del gasto en intereses y pese a que la caída de los ingresos se ha moderado. En este contexto, se observa que el ajuste del gasto sigue concentrándose en el recorte de la inversión y, en menor medida, en la remuneración de asalariados, por lo que el cumplimiento del objetivo presupuestario dependerá, dada la debilidad de la actividad económica, del compromiso firme con la reducción del gasto.

Gráfico 37
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación(*) (Acumulado al año. % PIB)

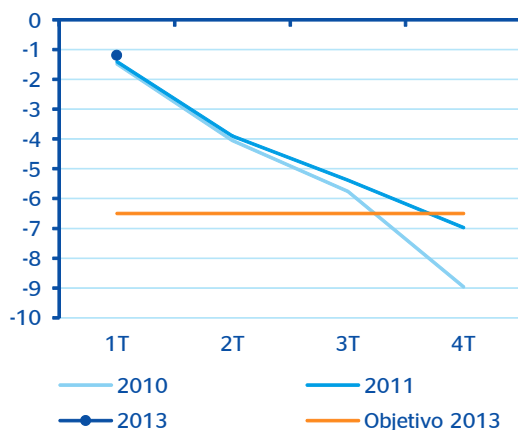
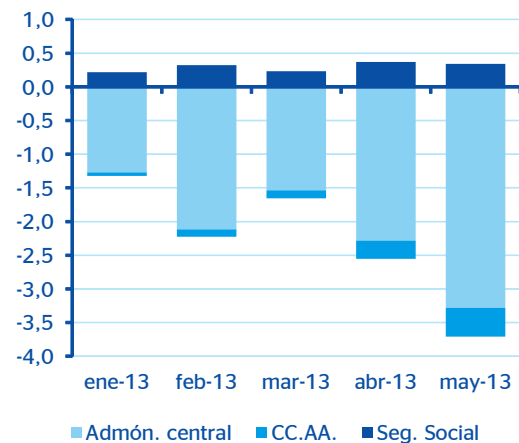


Gráfico 38
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación por subsectores (% PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

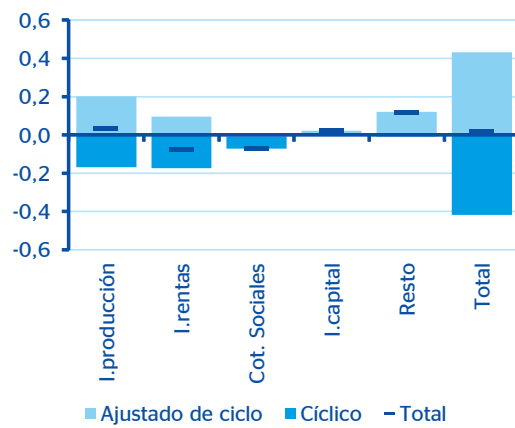
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Analizando el comportamiento de los ingresos durante el 1T13, en el Gráfico 39 puede observarse cómo, a pesar de que el deterioro económico siguió restando recursos -en torno a 0,4 pp del PIB respecto a los ingresos del 1T12- **las medidas discrecionales puestas en marcha el año pasado (subidas impositivas) evitaron una caída del total de ingresos.** Dichas medidas elevaron los ingresos estructurales de las administraciones públicas en torno a 0,4 pp del PIB en términos interanuales. Este crecimiento se debe fundamentalmente a los recursos provenientes de los impuestos sobre la producción -donde la subida de los tipos impositivos del IVA supuso un incremento estructural de 0,2 pp- y de los impuestos sobre la renta -cuyos

recursos estructurales crecieron 0,1 pp del PIB por la subida impositiva del IRPF y los cambios normativos en el impuesto sobre sociedades. Como consecuencia, el total de ingresos del primer trimestre del año se mantuvo en el mismo nivel que el registrado durante el 1T12.

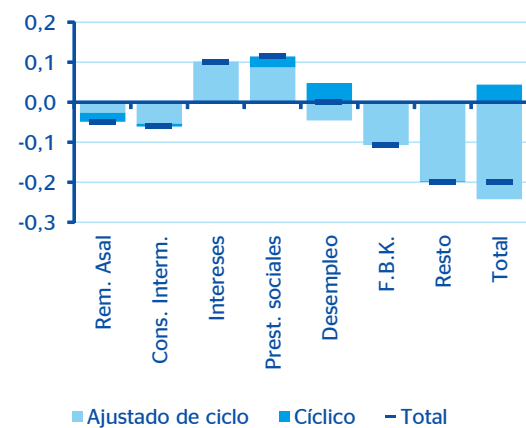
En el 1T13 se observó un ajuste del componente estructural del gasto de 0,2 pp del PIB respecto al 1T12, generalizado en prácticamente todas las partidas (véase el Gráfico 40). Resulta especialmente acusado en el gasto de inversión, que registró una reducción estructural de 0,1 pp del PIB. Sin embargo, este ajuste estructural no fue suficiente para compensar el crecimiento del gasto por intereses, el deterioro cíclico de las prestaciones por desempleo y el incremento de las prestaciones sociales derivadas de la actualización de las pensiones. De esta forma, el gasto total del conjunto de administraciones públicas registrado en el primer trimestre del año se redujo en torno a 0,2 pp respecto al mismo periodo del año anterior.

Gráfico 39
AA.PP.: variación interanual de los recursos no financieros a 1T13 (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 40
AA.PP.: variación interanual de los empleos no financieros a 1T13 (pp del PIB)

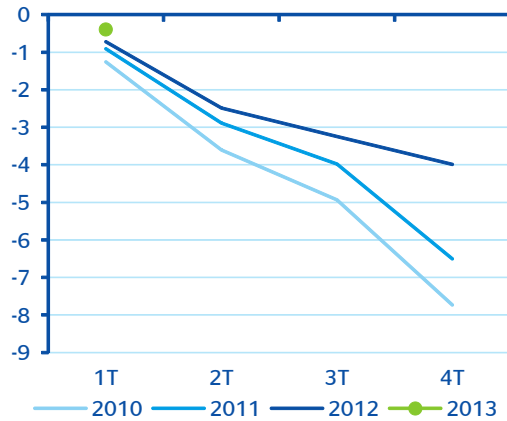


Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

En consecuencia, el déficit de las administraciones públicas españolas se redujo en el primer trimestre del año algo más de dos décimas del PIB respecto al registrado en el primer trimestre de 2012. Teniendo en cuenta que el deterioro cíclico podría haber incrementado el déficit del 1T13 en torno a 0,5 pp del PIB según las estimaciones de BBVA Research, el saldo estructural habría mejorado unas siete décimas hasta situarse prácticamente en equilibrio a cierre del 1T13. Es más, cuando del análisis se sustrae el pago por intereses de la deuda pública (que en el primer trimestre se elevó hasta el 0,8% del PIB), se habría registrado un superávit estructural primario del 0,7% del PIB (véanse los Gráfico 41 y 42).

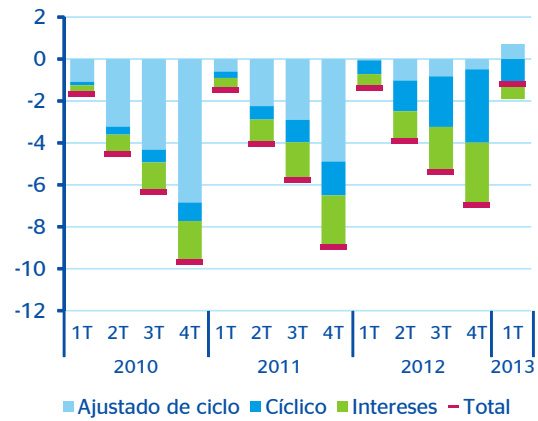
Estos resultados ponen de manifiesto el importante esfuerzo de consolidación fiscal que se sigue realizando en términos estructurales. La persistencia del déficit se explica, casi exclusivamente, por el efecto negativo sobre los ingresos y gastos públicos de un mayor deterioro de la actividad económica junto con el aumento del coste de la financiación.

Gráfico 41
AA.PP.: saldo estructural, excluidas las ayudas al sector financiero (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 42
AA.PP.: descomposición de la capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación* (% del PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas al sector financiero.

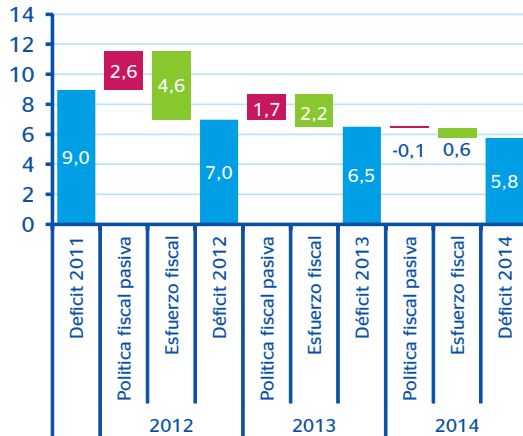
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

En el conjunto del 2013, pese a que se espera que las políticas de ajuste fiscal continúen, no resulta probable que sean suficientes como para compensar los efectos negativos de la caída de la actividad sobre los ingresos y gastos y el incremento esperado de los intereses. Así, **las previsiones de BBVA Research sugieren que durante 2013 el ciclo drenará casi un punto porcentual del PIB de los ingresos esperados**, afectando tanto a los impuestos sobre la producción como a los impuestos sobre la renta, absorbiendo la mejora estructural de los mismos. De esta forma, los ingresos públicos se situarán alrededor del 36,7% del PIB, apenas 0,3 pp por encima de lo alcanzado en 2012. Por su parte, **el ajuste del gasto estará concentrado en los consumos intermedios, en el gasto de inversión (que moderará su ritmo de caída respecto a los dos ejercicios anteriores) y, en menor medida, en la remuneración de asalariados**, por la permanencia de las medidas de reforma de la función pública y de reestructuración del sector público dependiente (véase el Cuadro 3).

En este contexto, y como se observa en el Gráfico 43, en un escenario en el que no se llegaran a implementar las medidas ya anunciadas, el déficit público en 2013 se incrementaría en torno a 1,7 pp del PIB como consecuencia del deterioro económico, a lo que habría que añadir en torno a 0,7 pp más por el incremento estructural de las prestaciones sociales y por el aumento del pago de intereses. Así, **teniendo en cuenta las medidas anunciadas y/o puestas en marcha, el déficit de 2013 se quedará en torno al 6,5% del PIB, en línea con el nuevo objetivo de estabilidad aprobado por la Comisión Europea a finales de mayo**. Dicha flexibilización de los objetivos de estabilidad permitiría cumplir igualmente el objetivo aprobado para **2014, año en el que el déficit público se situará alrededor del 5,8% del PIB**, debido a que tanto el ciclo económico como la mejora estructural de los ingresos y gastos comenzarán a corregir el deterioro fiscal.

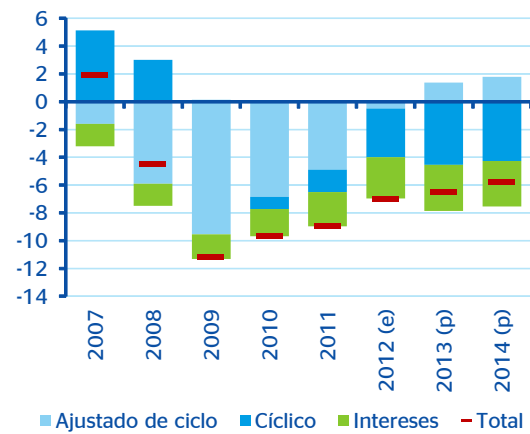
De esta forma, de cumplirse las previsiones de BBVA Research, **el saldo estructural de las administraciones públicas españolas, se situaría alrededor del 1,5% del PIB a finales de 2014** (véase el Gráfico 44), acumulando casi 6 pp de corrección desde 2011.

Gráfico 43
AA.PP.: ajuste fiscal esperado(*) (% PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 44
AA.PP.: capacidad o necesidad de financiación(*) (% PIB)



(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

La flexibilización de los objetivos de estabilidad debería suponer una oportunidad para mejorar la composición del ajuste, reduciendo la carga impositiva, mejorando su eficiencia y trasladando la reducción del desequilibrio hacia el gasto. A este respecto, el techo de gasto del Estado aprobado para 2014 está en línea con su nuevo objetivo estabilidad (el 3,8% del PIB) y con las previsiones de BBVA Research. Según la información presentada por el Gobierno, el límite de gasto aprobado supone un incremento del gasto no financiero total del 2,7% respecto al presupuesto de 2013. No obstante, una vez excluidas las transferencias a la Seguridad Social y al Servicio Público de Empleo, el gasto no financiero del Estado se reduciría en torno al 1,3%.

Asimismo, el pasado 28 de junio, el Gobierno aprobó la remisión a las Cortes del proyecto de ley de creación de la autoridad independiente de responsabilidad fiscal (AIRF), dando respuesta a las recomendaciones comunitarias. Aunque este avance en el procedimiento legislativo necesario para la creación del AIRF es positivo, su adscripción funcional al poder legislativo hubiera garantizado su independencia.

Igualmente, se valoran positivamente las medidas adoptadas contra la morosidad de las administraciones públicas y la ampliación del plan de financiación para el pago a proveedores. Por último, la creación de un comité de expertos para la reforma del sistema fiscal abre una oportunidad para simplificar el sistema tributario español mejorando su eficiencia e impulsando el crecimiento y el empleo.

En todo caso, una buena parte de estas nuevas medidas solo tendrán efectos a largo plazo, por lo que el riesgo de incumplimiento de los objetivos de estabilidad en los dos próximos años reside, o bien en una recuperación estructural de los ingresos más suave de lo previsto, en un deterioro cíclico mayor al esperado o en una relajación de la implementación de medidas. Adicionalmente, la moderada mejora del déficit observada durante el primer trimestre incrementa la probabilidad de que buena parte del ajuste se posponga, nuevamente, hasta la segunda mitad del año, lo que podría llevar a una nueva aceleración de la caída de la actividad. Resulta, por ello, fundamental que se trate de suavizar el ritmo de implementación de nuevas medidas.

Cuadro 3

AA.PP: necesidad de financiación, excluidas las ayudas al sector financiero

(pp del PIB)	2011	2012	2013	2014
Remuneración de asalariados	11,6	11,0	10,9	10,7
Consumos intermedios	5,9	5,6	5,4	5,3
Intereses	2,5	3,0	3,3	3,3
Prestación por desempleo	2,8	3,0	3,0	2,9
Prestaciones sociales	12,6	13,0	13,4	13,5
Formación bruta de capital	2,9	1,7	1,5	1,3
Otros empleos	6,4	5,9	5,7	5,3
Empleos no financieros	44,7	43,3	43,2	42,1
Impuestos sobre la producción	9,9	10,2	10,6	10,6
Impuestos sobre la renta, patrimonio, etc	9,6	10,1	10,1	10,2
Contribuciones sociales	13,2	12,8	12,5	12,3
Impuestos sobre el capital	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros recursos	2,7	2,8	3,0	2,8
Recursos no financieros	35,7	36,3	36,7	36,4
Necesidad de financiación	-9,0	-7,0	-6,5	-5,8

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

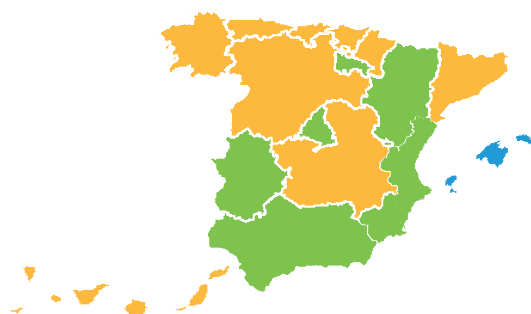
5. Déficits asimétricos y demanda externa condicionan las perspectivas de crecimiento regional

Desde la publicación del anterior número de Situación España, las perspectivas regionales se han visto afectadas por varios factores. Aunque los datos de coyuntura para el conjunto de España han ido confirmando las expectativas de estabilización de la actividad, algunas comunidades autónomas han tenido un comportamiento algo diferente al esperado. Por un lado, esto se explica por el grado de exposición que cada una de ellas tiene a la demanda externa, pero también por la capacidad que están teniendo para aprovechar el crecimiento de los países emergentes en un entorno de recesión para Europa. Por otro lado, la incertidumbre política que se ha observado en algunos de los principales destinos turísticos que compiten con España ha tenido un impacto positivo sobre aquellas regiones que dependen con mayor intensidad de las visitas de extranjeros. Finalmente, la relajación de los objetivos de déficit y las expectativas de que se asignaran metas asimétricas han provocado una moderación de la consolidación fiscal en algunas comunidades autónomas. Hacia delante, estos tres factores continuarán siendo los principales determinantes del crecimiento regional.

En conjunto, los indicadores de coyuntura mejoran (o muestran un menor deterioro) en todas las comunidades autónomas en el 2T13, lo que es consistente con la visión de que la parte más intensa de la recesión se ha dejado atrás. Por ejemplo, las encuestas que BBVA Research realiza a la red de oficinas de BBVA reflejan que, por primera vez en dos años, la percepción respecto al comportamiento de la economía en el segundo trimestre de 2013 fue de estabilidad, y aumenta el número de comunidades en las que las perspectivas son ya de crecimiento de cara al tercer trimestre (véanse los Gráficos 45 y 46). En general, la tendencia de mejora no es exclusiva de estas encuestas, sino que también diversos indicadores relacionados con el sector exterior y la demanda interna registran una mejora continua desde inicios de año.

Gráfico 45

Encuesta de Actividad Económica BBVA: saldo de respuestas sobre el estado de la economía durante el segundo trimestre de 2013

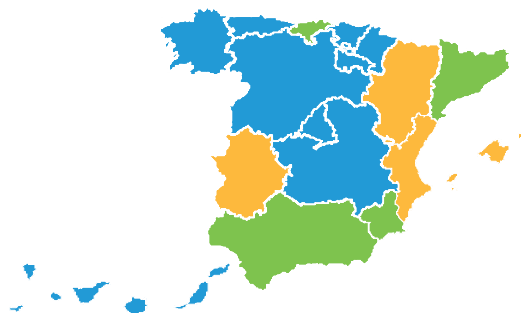


■ Crecimiento ■ Caída ■ Estancamiento

Fuente: BBVA

Gráfico 46

Encuesta de Actividad Económica BBVA: saldo de respuestas sobre el estado de la economía durante el tercer trimestre de 2013



■ Crecimiento ■ Caída ■ Estancamiento

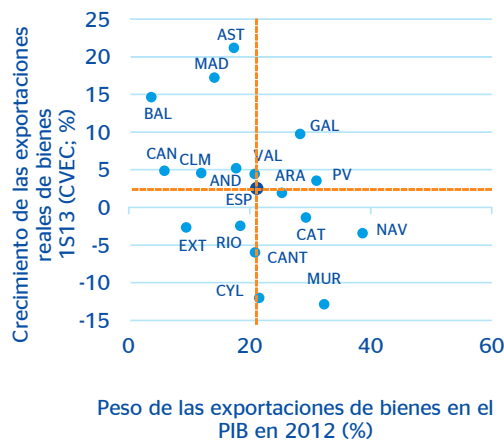
Fuente: BBVA

Pese a la recesión que se observa en Europa, las exportaciones de bienes se han mantenido entre las más dinámicas de la UEM. Lo anterior se debe, en la mayoría de las regiones, a la capacidad que han tenido las empresas para diversificar destinos hacia países emergentes donde el crecimiento se mantiene (véase el Gráfico 47). En otras, se explica por la menor elasticidad de la demanda al ciclo, como en el caso de comunidades autónomas con un elevado peso en

las exportaciones de productos alimentarios (Andalucía). En cambio, aquellas regiones con una alta concentración de destinos europeos o dependientes de la venta de bienes de equipo o de productos de consumo duradero, como los automóviles, muestran un comportamiento menos dinámico en sus exportaciones (Castilla y León, Cataluña, La Rioja y Navarra).

Gráfico 47

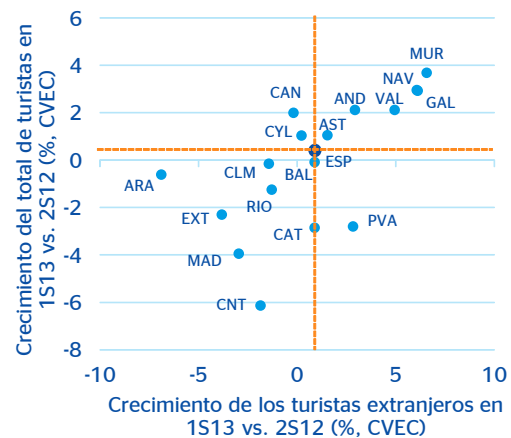
España y CC.AA.: crecimiento de las exportaciones reales de bienes y peso en el PIB (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 48

Entradas de turistas



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El comportamiento positivo también se observa en las ventas al exterior de servicios, especialmente en los turísticos. Respecto a estos últimos, se observa una aceleración como consecuencia de la reacción de los mercados de origen a las tensiones sociales y al incremento de la inseguridad en algunos destinos que son competidores directos de la economía española. Esta dinámica ha afectado positivamente a la mayor parte de comunidades autónomas, con excepciones, sobre todo en el caso de Madrid (véase el Gráfico 48). Con todo, el impacto podría ser desigual, dada la relevancia de los mercados exteriores para cada una de las comunidades. Mientras que para Baleares los extranjeros suponen en torno al 80% de los visitantes y en Cataluña se acercan al 60%, en Murcia sólo uno de cada cinco visitantes es extranjero. Más aún, el turismo de origen español sigue lastrando la entrada total de viajeros, en especial en Cataluña y País Vasco.

Finalmente, la consolidación fiscal ha sido uno de los principales determinantes de la dispersión en el crecimiento regional durante los últimos años y en particular, en 2012. Los esfuerzos realizados por las comunidades autónomas eran ineludibles y respondían a la necesidad de recuperar la confianza sobre la capacidad del conjunto de las administraciones públicas para reducir el déficit. La flexibilización de los objetivos presupuestarios para 2013 y 2014, recientemente aprobada por la Comisión Europea, hubiera sido impensable en ausencia de dicho esfuerzo. Como consecuencia de la concentración de la consolidación fiscal en 2012 (respecto a 2011, por ejemplo) y de la creciente probabilidad de que el mayor margen concedido a las comunidades autónomas (un aumento del objetivo de déficit desde el 0,7% del PIB al 1,3%) fuese repartido de forma asimétrica, se ha observado una mejora en los indicadores de coyuntura en aquellas regiones con desequilibrios superiores a la media (véase el Cuadro 4). En particular, Andalucía, Cataluña, Murcia y la Comunidad Valenciana presentaron un sesgo menos negativo respecto a las perspectivas que se tenían de los diversos indicadores de empleo y demanda interna. Estas son precisamente las regiones donde se ha otorgado un calendario más flexible para reducir el déficit durante los próximos meses. Asimismo, comunidades autónomas que mantienen el anterior objetivo de déficit, o uno por debajo del 1,3%, como Madrid, Navarra o País Vasco, son precisamente donde los datos de actividad han tenido un comportamiento algo peor durante los últimos tres meses.

Cuadro 4

CC. AA.: sesgos sobre las previsiones de crecimiento para 2013 realizadas en mayo

	Previsto en mayo	Nuevos datos	Ajuste Fiscal	Nueva previsión
Andalucía	-1,9			-1,7
Aragón	-1,4			-1,4
Asturias	-1,7			-1,7
Baleares	-0,4			-0,2
Canarias	-0,8			-0,6
Cantabria	-1,6			-1,7
Castilla y León	-1,5			-1,5
Castilla-La Mancha	-1,7			-1,7
Cataluña	-1,5			-1,3
Extremadura	-1,0			-1,0
Galicia	-1,0			-1,1
Madrid	-0,9			-1,2
Murcia	-1,5			-1,5
Navarra	-1,4			-1,5
País Vasco	-1,2			-1,2
Rioja (La)	-1,5			-1,5
C. Valenciana	-2,5			-1,8
España	-1,40			-1,4

Fecha: Julio-13.

Fuente: BBVA Research

Hacia delante, es de esperar que estos mismos factores continúen explicando el crecimiento regional en España. Por un lado, la esperada recuperación en las economías de los principales socios comerciales debería apoyar una aceleración de las ventas de bienes, sobre todo a Europa. Asimismo, se espera que las exportaciones de servicios continúen aportando positivamente al crecimiento, no sólo por el impacto de factores que serán temporales, sino también por las ganancias en competitividad que se vienen observando durante los últimos años. Finalmente, el proceso de consolidación fiscal continuará afectando las previsiones de crecimiento. Así, a pesar del efecto positivo que pueda tener en el corto plazo una meta de déficit más flexible, a medio y largo plazo los objetivos siguen siendo ambiciosos, por lo que la suavización del ciclo que se observará en algunas comunidades autónomas se realiza a costa de sacrificar crecimiento futuro de la demanda interna. Por lo tanto, aunque en el corto plazo esto reduzca la desigualdad en el crecimiento interregional, a medio plazo es probable que se incremente en ausencia de reformas que permitan un proceso de reducción del endeudamiento público menos traumático basada en un aumento de la capacidad de crecimiento de las economías con mayores desequilibrios.

Cuadro 5
Previsiones del PIB (hasta 2014)

Comunidad Autónoma	2011	2012	2013	2014
Andalucía	0.0	-1.7	-1.7	0.6
Aragón	0.3	-1.5	-1.4	1.0
Asturias	-0.1	-2.5	-1.7	1.1
Baleares	1.6	-0.3	-0.2	1.3
Canarias	1.7	-1.0	-0.6	1.0
Cantabria	0.6	-1.3	-1.7	0.7
Castilla y León	1.1	-1.8	-1.5	1.4
Castilla-La Mancha	-0.4	-3.0	-1.7	1.0
Cataluña	0.6	-1.0	-1.3	0.6
Extremadura	-0.9	-2.2	-1.0	1.0
Galicia	-0.1	-0.9	-1.1	1.4
Madrid	0.6	-1.3	-1.2	1.5
Murcia	0.0	-1.7	-1.5	0.3
Navarra	1.4	-1.8	-1.5	1.0
País Vasco	0.8	-1.4	-1.2	1.0
La Rioja	1.0	-2.1	-1.5	1.0
C. Valenciana	-0.1	-1.5	-1.8	0.2
España	0.4	-1.4	-1.4	0.9

Fuente: BBVA Research

6. Cuadros

Cuadro 6

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	2,5	1,8	2,8	1,8	2,3
UEM	1,9	1,5	-0,5	-0,4	1,0
Alemania	4,0	3,1	0,9	0,5	1,8
Francia	1,6	2,0	0,0	-0,1	1,1
Italia	1,7	0,5	-2,4	-1,8	0,8
España	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	0,9
Reino Unido	1,7	1,1	0,2	1,0	1,9
América Latina *	6,1	4,4	2,8	2,6	3,2
México	5,3	3,9	3,9	2,7	3,2
Brasil	7,5	2,7	0,9	2,3	2,9
EAGLES **	8,4	6,6	5,1	5,2	5,6
Turquía	9,2	8,5	2,3	3,7	4,8
Asia-Pacífico	8,2	5,8	5,3	5,3	5,6
Japón	4,7	-0,6	2,1	1,7	1,5
China	10,4	9,3	7,8	7,6	7,6
Asia (exc. China)	6,8	3,5	3,6	3,7	4,1
Mundo	5,1	3,9	3,2	3,1	3,8

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

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

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,3	3,0
UEM	2,8	2,6	1,6	1,6	2,2

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,77	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,30	1,30
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,67	0,68
Japón	87,8	79,7	79,8	100,1	115,2
China	6,77	6,46	6,31	6,18	6,02

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final periodo)

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	0,75	0,50	0,50
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,00

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

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

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB real	1,9	1,5	-0,5	-0,4	1,0
Consumo privado	1,0	0,2	-1,3	-0,4	0,6
Consumo público	0,8	-0,1	-0,4	-0,4	0,3
Formación Bruta de Capital Fijo	-0,5	1,5	-4,2	-3,6	2,3
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	5,6	4,5	-4,3	-4,7	3,5
Equipo y Maquinaria	5,7	4,5	-4,3	-4,6	3,4
Construcción	-4,3	-0,4	-4,8	-4,0	0,8
Vivienda	-2,6	0,5	-3,7	-3,0	2,1
Otros edificios y Otras Construcciones	-6,0	-1,3	-5,9	-5,0	-0,6
V. existencias (contribución al crecimiento)	0,6	0,2	-0,5	-0,1	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	1,3	0,6	-2,1	-1,1	0,8
Exportaciones	11,0	6,5	2,9	1,0	3,8
Importaciones	9,5	4,3	-0,7	-0,5	3,7
Demanda externa (contribución al crecimiento)	0,7	1,0	1,6	0,7	0,3
Pro-memoria					
PIB sin inversión en vivienda	2,2	1,6	-0,4	-0,3	1,0
PIB sin construcción	2,7	1,8	-0,1	-0,1	1,1
Empleo total (EPA)	-0,5	0,4	-0,7	-0,7	0,1
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	10,1	10,2	11,4	12,2	12,3
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,0	0,1	1,3	2,0	2,1
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-6,2	-4,2	-3,7	-2,8	-2,2
IPC (media periodo)	1,6	2,7	2,5	1,5	1,4

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 11

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

	2010	2011	2012	2013	2014
Actividad					
PIB real	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	0,9
Consumo privado	0,7	-1,0	-2,1	-2,6	-0,3
Consumo público	1,5	-0,5	-3,7	-4,7	-1,8
Formación Bruta de Capital	-5,5	-5,5	-8,7	-6,4	1,1
Equipo y Maquinaria	3,0	2,4	-6,7	-2,8	5,0
Construcción	-9,8	-9,0	-11,5	-9,4	-1,4
Vivienda	-10,1	-6,7	-8,0	-8,4	0,0
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-0,6	-1,9	-3,9	-3,8	-0,3
Exportaciones	11,3	7,6	3,1	3,6	6,8
Importaciones	9,2	-0,9	-5,0	-3,8	3,6
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,3	2,3	2,5	2,3	1,2
PIB nominal	0,1	1,4	-1,3	-0,6	1,9
(Miles de millones de euros)	1048,9	1063,4	1049,5	1043,3	1063,0
PIB sin inversión en vivienda	0,5	1,0	-1,0	-1,0	0,9
PIB sin construcción	1,6	2,1	0,2	-0,4	1,2
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-2,3	-1,9	-4,5	-3,0	0,2
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,6	25,0	26,2	25,4
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-2,5	-1,7	-4,4	-3,4	0,1
Productividad aparente del factor trabajo	2,2	2,1	3,0	2,0	0,8
Precios y costes					
IPC (media anual)	1,8	3,2	2,4	1,7	1,1
Deflactor del PIB	0,4	1,0	0,1	0,8	1,0
Deflactor del consumo privado	2,0	2,9	2,4	1,8	1,4
Remuneración por asalariado	0,3	0,7	-0,3	0,0	0,4
Coste laboral unitario	-2,0	-1,4	-3,3	-2,0	-0,4
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,5	-3,7	-1,1	1,0	1,7
Sector público					
Deuda (% PIB)	61,5	69,3	84,1	92,4	96,4
Saldo AA.PP. (% PIB) (*)	-9,7	-9,0	-7,0	-6,5	-5,8
Hogares					
Renta disponible nominal	-2,9	-0,5	-2,7	-1,1	0,0
Tasa de ahorro (% renta nominal)	13,1	11,0	8,3	8,1	7,1

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fecha cierre de previsiones: 2 de agosto de 2013.

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
r.domenech@bbva.com

España

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

Anabel Arador
+ 34 93 401 40 42
ana.arador@grupobbva.com

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

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

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

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

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

Myriam Montañez
+34 954 24 74 86
miriam.montanez@bbva.com

Mercedes Nogal
+34 91 807 51 44
mmercedes.nogal@bbva.com

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

Juan Ruiz
+34 646 825 405
juan.ruiz2@bbva.com

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

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

Con la colaboración de:

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Análisis Transversal Economías Emergentes
Alfonso Ugarte
alfonso.ugarte@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo **Jorge Sicilia**

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

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