

# Situación España

Primer Trimestre 2011

## Análisis Económico

- Las divergencias en el crecimiento mundial caracterizarán las respuestas de política económica.
- Es necesaria una solución integral a los problemas de gobernanza en Europa.
- En España, el crecimiento continuará caracterizándose por la debilidad de la demanda interna y el impulso de la externa.
- La recapitalización del sistema financiero será acotada y resultará en una posición de solvencia holgada.
- Se debe mantener el sentimiento de urgencia en el proceso reformador.





# Índice

1. En resumen .....	5
2. Entorno internacional: desacoplamiento en marcha .....	8
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española .....	13
4. España ante la crisis de deuda soberana y la importancia de mantener el esfuerzo reformador .....	27
5. Cuadros .....	39

**Fecha de cierre: 4 de febrero de 2011**



# 1. En resumen

El crecimiento global se mantiene vigoroso. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4,8%, se prevé que la economía mundial muestre un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses y sólo experimente una ligera desaceleración, creciendo un 4,4% tanto en 2011 como en 2012. Esto se explica principalmente por la mejora de las perspectivas sobre las economías avanzadas, debido a unas mejores expectativas de crecimiento a corto plazo en EE.UU. tras el retraso en el tiempo del ajuste fiscal, y a un sólido comportamiento de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia.

Estas divergencias tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas para la economía mundial. En primer lugar, la diferencia en el crecimiento de las economías avanzadas y el de las emergentes seguirá implicando unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. En segundo lugar, las divergencias en el crecimiento entre EE.UU. y la UEM –junto con las tensiones financieras– ejercerán una presión bajista sobre el euro. Finalmente, la creciente divergencia en el crecimiento dentro de la UEM empezará a ejercer presión sobre la política monetaria común en la región. A este respecto, al mismo tiempo que la economía de los países del centro ha tenido un comportamiento positivo, han vuelto a resurgir tensiones en los mercados financieros de Europa, especialmente en los países de la periferia.

Respecto al crecimiento de la UEM en su conjunto, éste ha sido algo mayor de lo esperado en 2010 y, en particular, en Alemania, que se ha beneficiado de una demanda externa significativa desde los países emergentes. Así, la economía alemana creció un 3,6% en 2010, muy por encima de lo previsto a principios de año, aunque sin producirse todavía una clara traslación del dinamismo observado en la demanda exterior al consumo de los hogares. El desempeño de las otras dos grandes economías de la zona, Francia e Italia, ha sido positivo pero menos brillante. En su conjunto la zona euro habría crecido un 1,7% en 2010. Para 2011 se espera una continuación de la tendencia de crecimiento, pero a tasas más moderadas que durante los meses centrales de 2010, por lo que, en media, se espera un PIB creciendo de nuevo al 1,7%. Habrá una mayor contribución del consumo privado y de la inversión, y un menor crecimiento del comercio exterior y del consumo público, que se verá afectado por los planes de ajuste fiscal no solamente en los países periféricos, sino también en Francia, Italia y Alemania.

Por otro lado, el resurgimiento de las tensiones en los mercados financieros europeos tuvo su origen en dos factores. El primero, la incertidumbre reinante respecto a la capacidad de las instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana. El segundo, las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia del sistema financiero, dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que los test concluyeran que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por el incumplimiento de los objetivos de déficit fiscal por parte de algunos países periféricos como Irlanda y Portugal, y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible la carga de su deuda. Como se discute más adelante, esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo sólido de prevención y resolución de crisis en el futuro.

En España, el año 2010 habría culminado con un descenso del PIB en torno al 0,2%, lo que supone prácticamente un estancamiento de la actividad económica. Tanto la composición del crecimiento para el conjunto del ejercicio económico, como su evolución en el corto plazo, estuvieron caracterizadas por la debilidad de la demanda interna y el impulso de la demanda externa, notoriamente condicionadas por los cambios en el tono de la política fiscal, así como por la sorprendente fortaleza que están mostrando los fundamentales de las exportaciones españolas.

Efectivamente, tras un uso extensivo y eficaz de las políticas fiscales expansivas durante el periodo más álgido de la actual crisis económica, la economía española emprendió en 2010 un ambicioso proceso de consolidación fiscal. En la segunda mitad del pasado año y, en parte, como consecuencia del aumento de las tensiones financieras internacionales durante la primavera, se produjo una aceleración de dicho proceso, introduciéndose nuevas medidas discrecionales y, adicionalmente, adoptándose un calendario de reformas estructurales necesarias para corregir parte de los desequilibrios macroeconómicos acumulados antes y durante la crisis. Así pues, la evolución de la demanda doméstica en 2010 estuvo notablemente marcada por la política fiscal. En primer lugar, y de forma directa, por el ajuste progresivo en la demanda pública. En segundo lugar, y de forma indirecta, por sus efectos sobre las decisiones de consumo e inversión de los agentes privados. Por otro lado, las exportaciones españolas se han mantenido en terreno positivo desde el tercer trimestre de 2009,

consolidándose en 2010 como soporte de la recuperación económica. El crecimiento de la demanda global, junto con la mayor diversificación geográfica de las ventas y la continuidad de las ganancias de competitividad de las exportaciones españolas justifican los resultados de 2010.

En adelante, no se esperan cambios abruptos en el patrón de crecimiento de la economía española. Dada la necesidad de mantener el ritmo de avance en el proceso de consolidación fiscal, el sector público seguirá contribuyendo de forma negativa al crecimiento a lo largo del horizonte de predicción (2011-2012). El ritmo de recuperación de la demanda doméstica privada en el corto y medio plazo seguirá condicionado negativamente por la debilidad de sus fundamentales y por la fase final de algunos de los ajustes del sector privado (desapalancamiento y sector inmobiliario). A estos factores, se suma en el corto plazo el nuevo aumento de las tensiones en los mercados financieros, lo que, dada la dependencia de la economía española de la financiación externa, podría suponer un riesgo adicional a la baja sobre la actividad. Finalmente, el crecimiento de la demanda exterior neta continuará siendo impulsado por la mejora de las expectativas en Europa, las perspectivas de un euro ligeramente menos apreciado de lo que se esperaba hace tres meses, la diversificación geográfica y la continuidad de las ganancias de competitividad de los exportadores españoles. En resumen, prevemos que el ritmo de avance de la economía española siga siendo tímido en los próximos trimestres y que la economía crezca en torno al 0,9% en el conjunto del año. La recuperación sostenida y generadora de empleo podría comenzar a producirse durante la segunda mitad de 2011, siendo 2012 el año en el que la economía volvería a crecer en el entorno del 2,0%, suficiente para crear empleo por primera vez desde el inicio de la crisis, pero no para reducir de forma significativa la tasa de paro, salvo que la población activa apenas crezca. Sin embargo, el ritmo de crecimiento distará de ser homogéneo entre las distintas regiones españolas. En particular, las diferencias en el grado de exposición de las mismas a los factores que condicionan el escenario económico para 2011-2012, anteriormente descritos, repercutirá en la dispersión de la recuperación de la actividad.

Este escenario presenta riesgos, cuya realización e impacto dependerán del grado de avance que se observe a nivel externo respecto a la creación de instituciones que garanticen una resolución ordenada de la actual y de las futuras crisis de deuda soberana. En este sentido, para solucionar los problemas de liquidez, es necesario aumentar la cantidad del EFSF al menos hasta su dotación nominal y, lo que es más importante aun, flexibilizar su utilización. Asimismo, para reducir el riesgo moral de los gobiernos es necesaria la estricta aplicación de la condicionalidad fiscal y de reformas estructurales comprometidas. Para solucionar los problemas de solvencia, sería deseable que se determine de manera objetiva qué países van a ser solventes tras el ajuste que se está llevando a cabo y que países no lo serán, y que se tomaran acciones encaminadas a reducir la carga de la deuda de estos últimos. Asimismo, un mecanismo fuerte de prevención y resolución de crisis futuras se debe poner en marcha a largo plazo. En la parte preventiva, lo importante es evitar que se produzcan desequilibrios excesivos en las cuentas públicas dentro de la unión monetaria, o que, si existen dichos desequilibrios, su financiación no se vea amenazada. La vigilancia anticipada de la situación fiscal ("semestre europeo"), los nuevos criterios de vigilancia relativos a desequilibrios en el sector privado (que han sido la causa de la crisis fiscal en varios países) y de nivel de deuda pública (no sólo de déficit), las sanciones reforzadas y automáticas, y los incentivos para la adopción de políticas económicas apropiadas son medidas que pueden evitar futuras crisis y reforzar la estabilidad europea. Por otro lado, sería también recomendable la implementación de reglas fiscales a nivel nacional que incluyeran una reducción de los déficits estructurales. Por el lado de las reglas de resolución de futuras crisis, y para poder restablecer una cierta disciplina de mercado, definir mecanismos de participación privada es una idea acertada, pero éstos no han de ser traumáticos para evitar efectos de contagio. Si la parte preventiva no cumple su función y es necesario reestructurar la deuda pública de un país reduciendo el valor presente de la inversión privada, las cláusulas de acción colectiva son una buena alternativa. La participación privada debería de ser una amenaza creíble pero que sólo se aplicase en última instancia a través de mecanismos menos traumáticos que la mera quita de deuda. En esas situaciones, la reestructuración mediante la extensión de plazos o reducción de tipos de interés parecen los métodos más adecuados.

A nivel interno, e independientemente de la resolución que se le de a la creación de instituciones a nivel europeo, el Gobierno debe mantener el sentimiento de urgencia con el que ha abordado en los últimos meses el proceso reformador. En materia fiscal, no solamente se han cumplido con los objetivos a nivel agregado, sino que se ha buscado dar mayor información y transparencia sobre la ejecución del presupuesto a todos los niveles de las AA.PP., y se ha mostrado la credibilidad del Consejo de Política Fiscal y Financiera al actuar con decisión sobre aquellos gobiernos regionales que no cumplen con los objetivos. En todo caso, la heterogeneidad en el cumplimiento de los objetivos fiscales para 2010 por parte de las CC.AA. supone un riesgo. En principio, los presupuestos para 2011 son creíbles pero, dado el reto que supone el objetivo fiscal para 2011, el Gobierno debe estar pendiente de cualquier desviación que se produzca y actuar con celeridad en cualquier caso.

Por otro lado, son bienvenidas las nuevas medidas encaminadas a mostrar la solidez del agregado del sistema financiero español. La mayor transparencia exigida respecto a las carteras inmobiliarias y a la situación de liquidez, las nuevas pruebas de resistencia a nivel europeo o el Plan de Reforzamiento del Sector Financiero, para acelerar el incremento en los requisitos de capital, van en la dirección correcta y deberían despejar las dudas existentes sobre una parte acotada del sistema financiero español si se implementan adecuadamente y con celeridad. La recapitalización inmediata mediante la entrada de capital privado aumentaría la credibilidad frente a los mercados internacionales, daría lugar a una mayor eficiencia del sistema y reduciría la presión sobre la deuda pública española. En el caso de que la ayuda del FROB sea inevitable, el cumplimiento de la normativa europea sobre competencia y ayudas del Estado exigirá unos planes rigurosos de saneamiento y reestructuración (que resuelvan el problema de sobredimensionamiento), la no competencia desleal en precios, la profesionalización de los órganos de gobierno y otras medidas que permitan la salida rápida del FROB del capital de las entidades receptoras de las ayudas.

Sobre el resto de reformas necesarias para mejorar la percepción sobre la capacidad de crecimiento de la economía española, han sido especialmente alentadores los pasos tomados al definir fechas específicas para tener propuestas sobre temas tan importantes como los cambios necesarios en el sistema de pensiones y en el proceso de negociación colectiva.

Aunque no se trata de una reforma de máximos, el acuerdo alcanzado por el Gobierno y agentes sociales, al que previsiblemente se sumarán otras fuerzas políticas, debería ayudar a mejorar las perspectivas sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones, particularmente si la reforma se lleva a cabo con las garantías apropiadas. Puesto que el periodo de transición de 2013 a 2027 es necesariamente largo para que los agentes económicos puedan acomodar con tiempo sus decisiones económicas, dadas las incertidumbres existentes en la evolución de muchas variables, la reforma no elimina totalmente la posibilidad de que el sistema pueda entrar en déficit antes de que acabe ese periodo transitorio. A este respecto, el acuerdo contempla un factor de sostenibilidad por el que a partir de 2027 se revisarán cada cinco años los "parámetros del sistema", en función de la evolución de la expectativa de vida, para garantizar su sostenibilidad financiera. Sería conveniente que dicha evaluación comenzase a realizarse lo antes posible, durante el periodo de transición, para evitar que el sistema de pensiones pueda entrar en déficit antes de 2027, y que la revisión se haga en función de todas las variables que afectan a la sostenibilidad financiera del sistema.

Respecto al mercado de trabajo, las reformas deberían servir no solo para acelerar la creación de empleo, sino también para reducir la incertidumbre tanto de los trabajadores –incentivando la contratación indefinida– como de las empresas –modernizando el sistema de negociación colectiva. En esta última reforma es fundamental que el resultado sea el de proveer a trabajadores y empresas con un mayor grado de flexibilidad, que ayude a que las ganancias de productividad efectivamente se traduzcan en incrementos salariales y que los ajustes que requieren las empresas para adaptarse a mercados en constante evolución sean menos traumáticos en términos de empleo. El actual sistema no incentiva la competitividad de las empresas y es, en buena medida, responsable de las elevadas tasas de paro que se observan en la economía española. Una reforma ambiciosa de la negociación colectiva supondría que la recuperación durante los próximos años podría generar más empleo que en pasados episodios. La mayor flexibilidad y eficiencia de los procesos de negociación debe permitir a trabajadores y empresas fijar los incrementos salariales tomando en cuenta la situación económica de éstas últimas. Para lograr lo anterior, la eliminación de las cláusulas automáticas de indicación salarial en los convenios debe verse acompañada por medidas de aumento de la competencia. Esto hará que en el medio y largo plazo se cumpla la relación entre salarios y productividad, sin costes adicionales en términos de empleo, eficiencia, pérdida adquisitiva de los salarios o distribución de la renta.

## 2. Entorno internacional: desacoplamientos en marcha

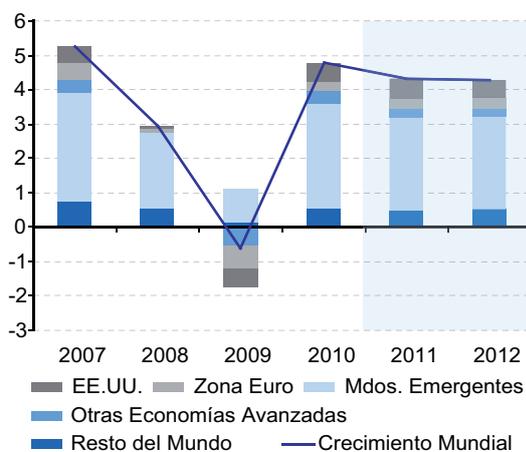
### Continuarán las divergencias en la economía mundial, ampliándose éstas tanto en términos de crecimiento como de políticas

El crecimiento global se mantiene con fuerza. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4,8%, se prevé que la economía mundial experimente una ligera desaceleración hasta niveles del 4,4% tanto en 2011 como en 2012: un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses. Esto se explica a través de la mejora de las perspectivas entre las economías avanzadas, debido a (i) unas mejores expectativas de crecimiento en EE.UU. tras las medidas de estímulo fiscal, y (ii) un sólido comportamiento de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia, los cuales se ven lastrados por las tensiones en los mercados financieros. De hecho, a pesar de que las tensiones en los mercados financieros empeoraron en Europa durante el último trimestre de 2010, la actividad económica en la región ha podido acelerarse, demostrando de este modo –al menos temporalmente– un cierto grado de desacoplamiento también entre la actividad económica real y la financiera. En líneas generales, el patrón de crecimiento de la economía mundial se mantiene prácticamente sin cambios, dado que el verdadero motor de dinamización sigue siendo el mundo emergente, liderado por Asia, China e India en particular (véase el Gráfico 1) al tiempo que las economías desarrolladas continúan cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos.

Todos estos desacoplamientos tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas. En primer lugar, la divergencia entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes seguirá suponiendo unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. Las políticas monetarias continuarán siendo altamente expansivas en Estados Unidos y en Europa, promoviendo la búsqueda de rentabilidades en otros ámbitos (en los mercados emergentes y, cada vez más, en las materias primas). Al mismo tiempo, están comenzando a aparecer signos de recalentamiento en algunos países de Asia y Latinoamérica, lo cual está empujando a las autoridades de estos países a considerar la implantación de políticas de endurecimiento monetario, antes de lo previsto, debido a las incipientes presiones inflacionistas detectadas, especialmente en Asia (véase el Gráfico 2). Los incentivos resultantes para la entrada de capital en las economías emergentes intensificarán los dilemas ya existentes en materia de políticas en ambas regiones entre, por un lado, las políticas de endurecimiento monetario que garanticen una transición fluida y, por otro, las políticas que eviten apreciaciones bruscas y repentinas de los tipos de cambio.

Gráfico 1

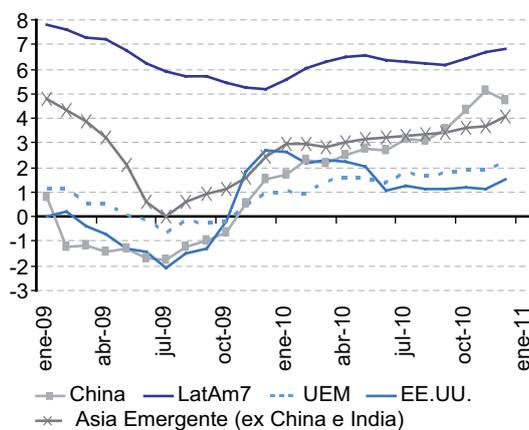
#### Crecimiento del PIB global y contribuciones (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

#### Inflación (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Datastream

En segundo lugar, las divergencias de crecimiento entre EE.UU. y la UEM –junto con el riesgo financiero– ejercerán una presión bajista sobre el euro y, quizá aún más significativo, seguirán dirigiendo la atención de los mercados hacia la relativa dificultad de la UEM para crecer, dados sus elevados niveles de deuda pública. Este es uno de los elementos –junto con los diferentes tamaños de los programas de compra de deuda pública de los bancos centrales y las tensiones sobre la gobernanza económica en Europa– que explican por qué los mercados no han reaccionado de forma significativa ante un retraso adicional de la consolidación fiscal en Estados Unidos. La diferencia entre esta falta de reacción y el castigo ejercido por los mercados sobre algunos países de Europa no podría ser mayor.

Finalmente, el creciente desacoplamiento experimentado dentro de la UEM empezará a presionar sobre la política monetaria común en la región, ya de por sí dividida entre un incipiente riesgo de inflación, especialmente en los principales países del centro de Europa, y la necesidad de seguir respaldando la estabilidad financiera, especialmente –aunque no exclusivamente– en las economías periféricas.

### **Repunta el crecimiento en las principales economías avanzadas, pero se mantienen las fragilidades. Las posibilidades de un escenario de recaída en la recesión en Estados Unidos, que considerábamos muy bajas, se han disipado. Pero el riesgo de subida de los tipos de interés a largo plazo ha cobrado más relevancia**

Tal y como esperábamos, EE.UU. no ha vuelto a caer en recesión y la probabilidad de que este escenario se produzca en el futuro ha disminuido sensiblemente desde el verano pasado. Este cambio de sentimiento se debe a cuatro factores fundamentales. En primer lugar, la mejora de los datos macroeconómicos a final de 2010 puso de relieve que el consumo de los hogares ha sido más resistente de lo previsto. En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de expansión cuantitativa (QE2) dio apoyo a los precios de la deuda en particular, y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se espera que la reducción de la incertidumbre y el aumento de la confianza empresarial favorezcan la inversión. Por último, y quizá lo más importante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 constituyó un importante impulso para reactivar el crecimiento económico. Por tanto, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2011 en 0,7 puntos porcentuales hasta el 3%.

Sin embargo, aún no han desaparecido las debilidades. Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles y siguen siendo susceptibles de dar sorpresas negativas. La renta de las familias sigue débil debido a que el ritmo de la recuperación económica no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería impedir la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda hará que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo.

Asimismo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de deuda soberana en Europa. La implantación del nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 supone un impulso al crecimiento en el corto plazo, en un momento en el que se percibían las dudas sobre una posible recaída en un escenario de recesión. Pero no debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida a la calidad de la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o, de lo contrario, se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marcha las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

## Las reformas económicas e institucionales en Europa serán fundamentales para resolver la crisis financiera

Desde octubre de 2010, han vuelto a resurgir las tensiones financieras en Europa (véase el Gráfico 3), especialmente en los países de la periferia. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y las pérdidas del sector financiero volvieron a aparecer, provocando una ampliación de los diferenciales de deuda soberana y las presiones sobre la financiación. Sin embargo, al contrario de lo sucedido en mayo, el efecto contagio a otros países europeos y fuera de la UE fue más limitado.

El aumento de las tensiones en los mercados financieros se debió fundamentalmente a dos factores. El primero, la incertidumbre reinante en los mercados respecto a la capacidad de las instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana, hizo crecer la tensión entre los inversores privados ante la propuesta de que tendrían que asumir parte de las pérdidas derivadas de las posibles reestructuraciones a partir de 2013, y que, probablemente, serían necesarios recortes en la deuda existente para restablecer la sostenibilidad fiscal. El segundo desencadenante fueron las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia al sistema financiero, dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que se considerara que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de déficit fiscal y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible la carga de su deuda.

La fragilidad de la recuperación de los mercados financieros registrada justo después del verano pone de manifiesto que éstos están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de la deuda soberana que, simplemente, en preocupaciones por la liquidez. Esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo sólido de prevención y resolución de crisis en el futuro. De cara a la prevención, es necesario reforzar la coordinación fiscal, proporcionando mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas en países concretos, pero reforzando también la vigilancia tanto en el ámbito fiscal como en la dimensión macroeconómica (incluida la acumulación de desequilibrios en el sector privado). En cuanto a la resolución de las crisis, es necesario implantar un mecanismo claro y transparente que defina quién asumirá las pérdidas, de forma que se evite la volatilidad excesiva en los mercados debido a dicha incertidumbre, si bien probablemente a estas alturas reviste una importancia mayor garantizar un mecanismo adecuado de transición.

## La crisis financiera en la periferia de Europa no ha tenido un efecto relevante sobre la actividad en los países grandes de la zona euro, que continuará creciendo moderadamente en 2011

Tal y como se ha indicado anteriormente, el efecto contagio en clave financiera de este último episodio de crisis ha sido bastante limitado, particularmente en los principales países europeos, de modo que, el crecimiento de la UEM en su conjunto ha sido algo mayor de lo esperado.

La recuperación ha sido más intensa de lo previsto en Alemania, que se ha beneficiado de una demanda externa importante desde los países emergentes, especialmente de Asia, sobre todo, de bienes de inversión. Sus exportaciones han crecido rápidamente durante 2010 y han favorecido a la inversión, que contribuyó de manera significativa al crecimiento en el tercer trimestre de 2010. En conjunto, la economía alemana creció un 3,6% en 2010, muy por encima de lo previsto a principios de año, lo que ha dado lugar a un desempeño fiscal mucho mejor de lo esperado. Lo que no se ha producido todavía es una clara traslación de la demanda exterior a la demanda de consumo. A pesar de la reducción de la tasa de desempleo y al aumento de la confianza, las ventas minoristas siguen estancadas y las cifras de consumo privado de la contabilidad nacional no terminan de confirmar un repunte de la demanda interna que haga la recuperación más equilibrada. Nuestras previsiones para 2011, aún siendo más moderadas que el resultado de 2010, sí prevén un crecimiento más equilibrado, apoyado en un mayor empleo y en una demanda de inversión reforzada por la necesidad de expandir el capital, una vez que la utilización de la capacidad instalada ha llegado a niveles elevados. Las incertidumbres sobre el conjunto de la zona euro y sobre el impacto que pueda tener una crisis financiera mal resuelta sobre el sistema bancario alemán son los principales riesgos a la baja que pesan sobre esta economía.

El desempeño de las otras dos grandes economías de la zona, Francia e Italia, ha sido positivo pero menos brillante. La economía francesa resistió mejor que la alemana en los primeros trimestres de la recuperación, gracias a la solidez de su consumo privado. A lo largo de 2010 se ha recuperado de manera equilibrada, con crecimientos moderados del consumo y la inversión y fuertes de las exportaciones, pero con una contribución neta del sector exterior menor, debido a unas importaciones

elevadas. En cualquier caso, su crecimiento ha sido claramente menor que el de Alemania (1,5% frente al 3,6%). En Italia la recuperación ha sido aún más lenta (1,1% en 2010), con un sector exportador dinámico, pero un consumo privado claramente más débil.

El conjunto de la zona euro habría crecido un 1,7% en 2010, con un consumo privado y público aumentando un 0,7%, pero con una inversión negativa (en parte, por la construcción, pero también por un efecto base relevante arrastrado desde finales de 2009). Las exportaciones han crecido a tasas elevadas, cercanas al 10%, pero también lo han hecho las importaciones, en buena medida, para recomponer inventarios, que han contribuido de manera significativa al crecimiento del PIB (más de un punto porcentual). Es evidente que, en el conjunto del año, la demanda exterior ha tenido una contribución mayor de la prevista, y probablemente el rebote en actividad desde las caídas de 2009 había sido, en general, infraestimado.

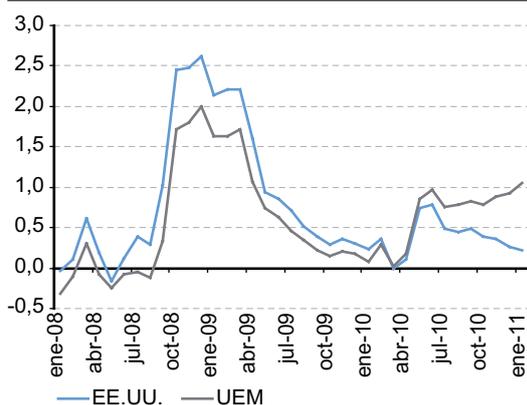
Para 2011 se espera una continuación de la tendencia de crecimiento, pero a tasas más moderadas que durante los meses centrales de 2010, por lo que, en media, se espera un PIB creciendo de nuevo al 1,7%. Habrá una mayor contribución del consumo privado y de la inversión, y un menor crecimiento del comercio exterior y del consumo público, que se verá afectado por los planes de ajuste fiscal no solamente en los países periféricos, sino también en Francia, Italia y Alemania (que han esperado a 2011 para hacer los ajustes de su déficit estructural que los periféricos se han visto obligados a llevar a cabo el pasado año). El crecimiento seguirá siendo mayor en Alemania que en Francia o Italia, pero las diferencias serán menores. Las fuerzas motrices de este crecimiento continuarán siendo una demanda externa sostenida y un clima de confianza generalizado al disiparse paulatinamente el riesgo sistémico del sistema financiero. La política fiscal jugará un papel contractivo, pero moderado, en el conjunto de la zona.

Los países de la periferia europea continuarán creciendo claramente por debajo de la media de la zona, debido a unos ajustes fiscales más significativos, a unos tipos de interés más elevados (sobre todo en Grecia, Irlanda y Portugal), aunque decrecientes, y, en el caso de Irlanda y España, a la continuación del ajuste del sector inmobiliario. Así, mientras Grecia permanecerá en recesión, en Portugal el PIB caerá moderadamente, y en Irlanda la economía estará en torno al estancamiento, aunque con grandes incertidumbres debido al previsible cambio de gobierno y a la resolución inconclusa de su crisis bancaria.

Sin embargo, este desacoplamiento entre las tensiones financieras experimentadas por los países periféricos y la actividad de la economía real en Europa no durará si no se acuerda pronto una reforma integral de la gobernanza y si los países no siguen presentando reformas económicas para reducir su vulnerabilidad fiscal, reestructurar el sistema financiero e incrementar el potencial de crecimiento. El acuerdo que se alcance en el próximo Consejo Europeo resultará clave a este respecto. Este es el riesgo más importante al que se enfrenta la economía europea en conjunto.

Gráfico 3

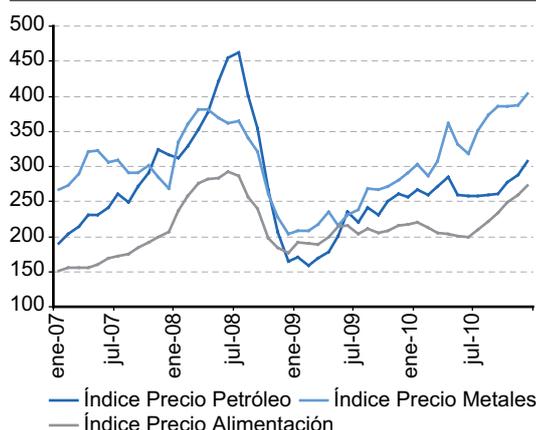
**Índice BBVA de tensiones financieras**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

**Precios de las materias primas**



Fuente: BBVA Research

## Los precios de las materias primas se estabilizarán pero los riesgos de inflación son cada vez más relevantes en las economías emergentes, que seguirán creciendo con fuerza

Los precios de las materias primas se han incrementado de manera generalizada en los últimos meses, situándose en niveles de máximos históricos en el caso de algunos metales (véase el Gráfico 4). Esta escalada es coherente con lo que parece ser el inicio de una tendencia alcista a largo plazo de los precios de las materias primas impulsada por el aumento de la demanda en las economías emergentes, si bien es cierto que también existen otros factores a corto plazo que han contribuido a este repunte reciente, al menos en algunos tipos de materias primas. Por ejemplo, el rápido incremento de los precios de los alimentos en los últimos dos meses es, en gran medida, resultado de factores puntuales asociados a la oferta (climatología adversa), que deberían ir remitiendo a lo largo de 2011. Asimismo, debido a las amplias condiciones de liquidez globales, los inversores han acudido en masa a las materias primas en su condición de activo, incrementando así las primas financieras de forma generalizada.

En adelante, esperamos que los precios de las materias primas en general se estabilicen en torno a los niveles actuales. En el caso de los precios de los alimentos, esto será resultado de la normalización de las cosechas en 2011. En el caso de los metales, el aumento de las existencias comenzará a incidir en los precios. Solo en el caso del petróleo esperamos un mercado más ajustado que siga empujando los precios ligeramente al alza durante 2011 pero que gradualmente irá relajándose. Esta relajación posterior se verá ayudada por una probable reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería alejar los flujos de inversión de las materias primas para acercarse a otros activos con unas primas de riesgo más contenidas. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza ya que la fuerte demanda asiática seguirá tensionando los precios en el medio plazo.

El incremento de los precios de las materias primas ha sido responsable, en parte, del aumento de la inflación observada en las economías emergentes a finales de 2010 (véase el Gráfico 2). En particular, el incremento de los precios de los alimentos ha tenido un efecto directo e importante en el aumento de la inflación en una serie de países (especialmente de Asia) con el riesgo de contribuir a la inflación general. Sin embargo, en adelante, la estabilización prevista de los precios de los alimentos significará que este factor debería ser menos importante a la hora de determinar la inflación. Aunque el riesgo también ha aumentado en los países desarrollados, éste es inferior que en las economías emergentes, dado que los precios de los alimentos tienen una menor ponderación en el IPC, al tiempo que la amplia capacidad productiva sin utilizar y las expectativas de anclaje de la inflación contribuirán a mantener controladas las presiones inflacionistas.

Más preocupante para las economías emergentes es el hecho de que el rápido crecimiento y la fuerte entrada de flujos de capital en Asia y Latinoamérica estén comenzando a generar un riesgo de recalentamiento de la economía, evidenciado en un aumento de la inflación pero también en el rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos. De hecho, esperamos que las economías asiáticas sigan creciendo con fuerza aunque, en nuestra opinión, las autoridades serán capaces de dirigir las hacia un “aterrizaje suave” evitando el recalentamiento, si bien existe un riesgo más pronunciado que hace tres meses. Impulsada por la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, Latinoamérica crecerá con fuerza en 2011, convergiendo hacia un crecimiento potencial en torno al 4% para el conjunto de la región. Tal y como se mencionó anteriormente, el principal desafío para ambas regiones será gestionar los dilemas que surjan en materia de políticas como resultado de la fuerte entrada de flujos de capital. Esperamos que las políticas de endurecimiento monetario se mantengan en la mayoría de los países, al tiempo que impongan unos controles administrativos cada vez más estrictos para limitar dicha entrada de flujos de capital y medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito, especialmente en Asia.

### 3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

En España, el año 2010 habría culminado con un descenso del PIB en torno al 0,2%, lo que supone prácticamente un estancamiento de la actividad económica. Tanto la composición del crecimiento para el conjunto del ejercicio económico, como su evolución en el corto plazo, estuvieron caracterizadas por la debilidad de la demanda interna y el impulso de la demanda externa, notoriamente condicionadas por los cambios en el tono de la política fiscal, tanto en España como en el conjunto del área del euro, así como por la fortaleza de los fundamentales de las exportaciones españolas.

Efectivamente, tras un uso extensivo y eficaz de las políticas fiscales expansivas durante el periodo más álgido de la actual crisis económica, la economía española emprendió en 2010 un ambicioso proceso de consolidación fiscal. En la segunda mitad del año anterior y, en parte, como consecuencia del aumento de las tensiones financieras internacionales durante la primavera pasada, se produjo una aceleración de dicho proceso, introduciéndose nuevas medidas discrecionales y, adicionalmente, adoptándose un calendario de reformas estructurales necesarias para corregir parte de los desequilibrios macroeconómicos acumulados antes y durante la crisis. Así pues, la evolución de la demanda doméstica en 2010 estuvo notablemente marcada por la política fiscal. En primer lugar, y de forma directa, por el ajuste progresivo en la demanda pública; y en segundo lugar, y de forma indirecta, por sus efectos sobre las decisiones de consumo e inversión de los agentes privados. En particular, durante el primer semestre del año, a sabiendas de la subsecuente finalización de buena parte de los estímulos fiscales, se produjo un adelantamiento de la demanda privada que se materializó, por ejemplo, en las primeras tasas de crecimiento trimestral positivas del consumo privado desde comienzos de la crisis. Entrados ya en el tercer trimestre del año, se produjo una corrección a la baja habida cuenta del nuevo marco impositivo y de la nueva política de gasto público (v. g., el aumento del IVA, la finalización del Plan 2000E o el recorte de los salarios de los funcionarios). Finalmente, y una vez descontados los cambios en el tono de la política fiscal, se retomó en el último tramo del año la senda de recuperación de la demanda interna, aunque aún lenta dada la debilidad de sus fundamentales.

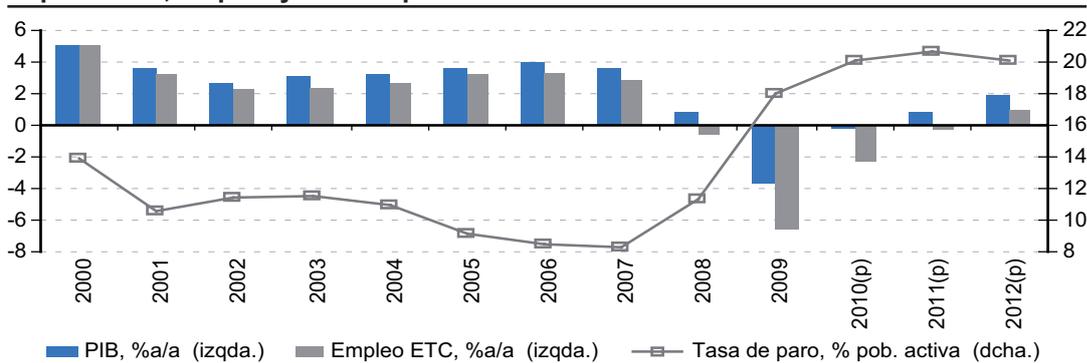
Por otro lado, las exportaciones españolas se han mantenido en terreno positivo desde el tercer trimestre de 2009, consolidándose en 2010 como soporte permanente de la recuperación económica. El crecimiento de la demanda global, junto con la creciente diversificación geográfica y la continuidad de las ganancias de competitividad de las exportaciones españolas avalan ampliamente los resultados de 2010. No obstante, en paralelo al ajuste de las finanzas públicas de la economía española, el agotamiento de los impulsos fiscales en Europa también marcó la evolución de las exportaciones españolas que, si bien en una magnitud relativamente reducida, supuso una desaceleración transitoria en el 3T10. Una vez descontados los cambios fiscales en Europa y España, se habría retomado en el último trimestre del año la senda de crecimiento sostenido de las exportaciones españolas, soportada en la fortaleza de sus fundamentales, con una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB.

En adelante, no se esperan cambios abruptos en el patrón de crecimiento de la economía española. Dada la necesidad de mantener el ritmo de avance en el proceso de consolidación fiscal, el sector público seguirá contribuyendo de forma negativa al crecimiento a lo largo del horizonte de predicción (2011-2012). El ritmo de recuperación de la demanda doméstica privada en el corto y medio plazo seguirá condicionado negativamente por la debilidad de sus fundamentales y la fase final del proceso de desapalancamiento de los agentes privados. A estos dos factores que pesan sobre el gasto privado, se suma en el corto plazo el nuevo aumento de las tensiones financieras internacionales que, dada la dependencia de la economía española de la financiación externa, supone un sesgo a la baja. Finalmente, el crecimiento de la demanda exterior neta seguirá estando impulsado por la diversificación territorial y la continuidad de las ganancias de competitividad, a pesar del aumento transitorio de los precios energéticos. En ausencia de una transmisión significativa de las tensiones financieras a la economía real, la mejora de las expectativas de crecimiento global y en Europa respecto a las recogidas en el último número de esta publicación<sup>1</sup>, junto con un tipo de cambio del euro ligeramente menos apreciado de lo que entonces esperábamos, contribuirán al comportamiento positivo de las exportaciones españolas. En resumen, prevemos que el ritmo de avance de la economía española siga siendo tímido en los próximos trimestres y que la economía crezca en torno al 0,9% en el conjunto del año. La recuperación sostenida y generadora de empleo llegará a partir del segundo semestre de 2011, siendo 2012 el año en el que la economía volverá a crecer en el entorno del 1,9%, suficiente para crear empleo por primera vez desde el inicio de la crisis pero no para reducir de forma significativa la tasa de paro (véase el Gráfico 5).

1: Véase Situación España del cuarto trimestre de 2010.

Gráfico 5

**España: PIB, empleo y tasa de paro**



(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

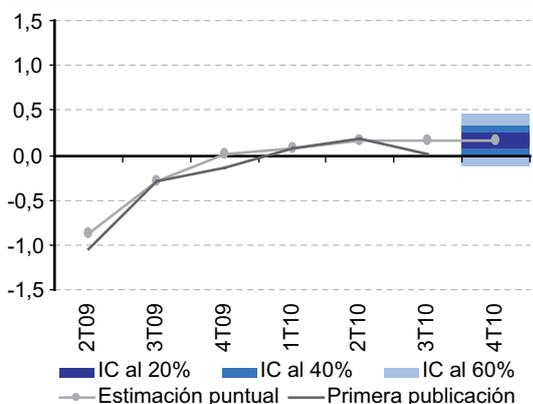
Sin embargo, el ritmo de crecimiento distará de ser homogéneo entre las distintas regiones españolas. El distinto grado de exposición de las mismas a los factores que condicionan el escenario económico para 2011-2012, anteriormente descritos, repercutirá en la dispersión de la recuperación de la actividad, principalmente en 2011. En 2012, una vez que las diferencias en los factores de desequilibrio se vayan corrigiendo, se espera una ligera reducción de las divergencias en las tasas de crecimiento.

**Tras la pausa del tercer trimestre, la economía española volvió a crecer en el tramo final de 2010**

A falta de conocer los datos oficiales, los indicadores parciales de coyuntura muestran, en general, que la economía española habría registrado un crecimiento en torno a una o dos décimas en el cuarto trimestre de 2010. Así, las previsiones de corto plazo del PIB realizadas a partir del modelo MICA-BBVA<sup>2</sup> sugieren que durante ese trimestre se habría observado un crecimiento nuevamente débil, similar a los registrados durante la primera parte de 2010 (véase el Gráfico 6), que situaría el crecimiento del PIB para el conjunto del año en torno al -0,2%. No obstante, y a pesar de que estas previsiones suponen una mejora coyuntural tras el estancamiento observado en 3T10, es necesario volver a resaltar, por un lado, que la recuperación de la economía española continúa siendo débil y que la actividad sigue estando prácticamente estancada y, por otro lado, que a pesar de darse ya por descontada buena parte de la presión a la baja de la aceleración del proceso de consolidación fiscal sobre la demanda doméstica privada, la debilidad de sus fundamentales, plasmada en la evolución de los indicadores parciales de gasto e inversión para ese trimestre, permite adelantar sólo una evolución menos desfavorable, pero no un crecimiento positivo. Por lo tanto, la mejora intertrimestral del PIB será atribuible a la aportación positiva de la demanda exterior neta (véase el Gráfico 7).

Gráfico 6

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

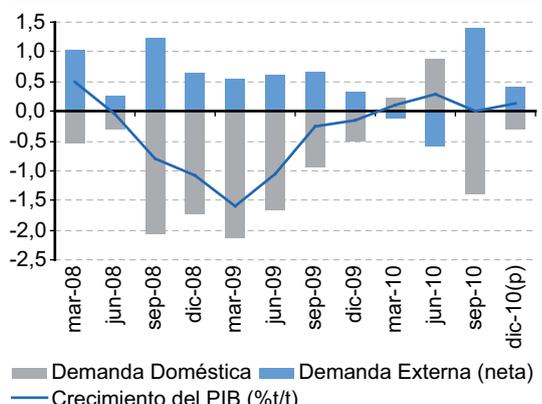


Nota: última estimación para 4T10: 4 de febrero de 2011.

Fuente: BBVA Research

Gráfico 7

**España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (pp)**



(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

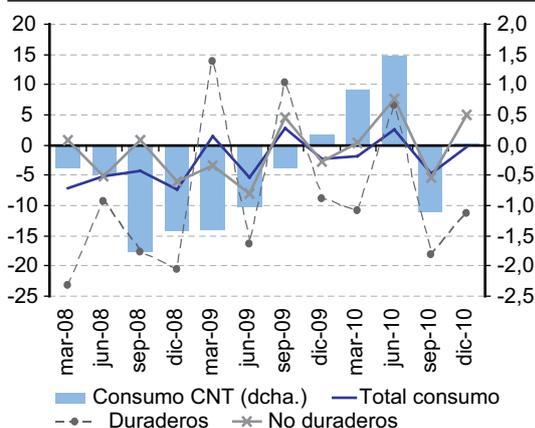
2: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21.

## Una vez descontados los cambios en el tono de la política fiscal, la demanda privada se mantuvo prácticamente estancada en el 4T10

En lo que respecta al consumo de los hogares, la caída del gasto en 3T10 provocada por el incremento del IVA a comienzos de julio y la retirada de las medidas de estímulo fiscal (v. g., el Plan 2000E) se frenó durante el último trimestre del año, presentando los indicadores de gasto un comportamiento heterogéneo (véase el Gráfico 8). Así, el aumento de las matriculaciones de turismos y del consumo de servicios contrasta con la disminución de las ventas del comercio al por menor y de las grandes empresas (véase el Gráfico 9). Consecuentemente, tanto el indicador sintético de consumo BBVA como el Modelo de Indicadores Coincidentes de Consumo BBVA (MICC-BBVA) apuntan a un estancamiento del gasto en 4T10. Con el dato de consumo del 4T se cierra un 2010 marcado por los efectos del proceso de consolidación fiscal sobre el gasto privado, en el que el aumento de la presión fiscal y la finalización del Plan 2000E incentivaron la traslación de consumo –especialmente, de bienes duraderos– al primer semestre del año y el desplome del gasto en el 3T10. En conjunto, el gasto en consumo final de los hogares se incrementó en torno al 1,1% en 2010, significativamente por encima de las cifras del bienio precedente (-0,6% en 2008 y -4,3% en 2009).

Gráfico 8

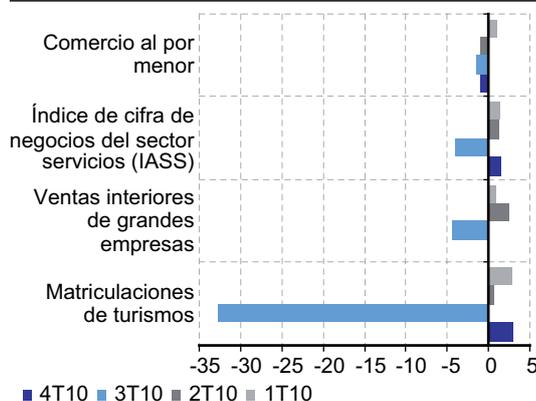
### España: gasto en consumo final de los hogares y disponibilidades de bienes de consumo



Nota: Datos CVEC, promedios trimestrales, % t/t.  
Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 9

### España: evolución de los indicadores de consumo (datos CVEC, % t/t)

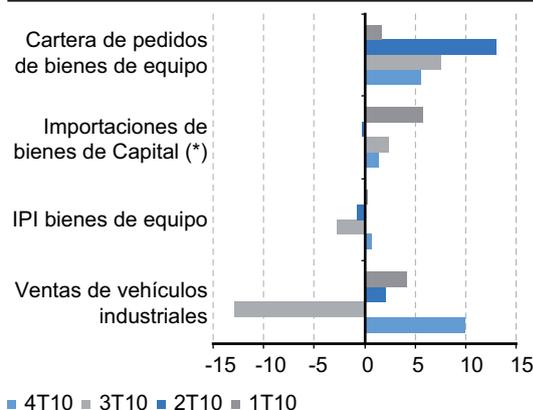


Nota: IASS y ventas interiores de grandes empresas: previsión para diciembre.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE, AEAT y ANFAC

En relación con la inversión empresarial, la información coyuntural del cuarto trimestre permite adelantar un deterioro de esta partida de la demanda agregada, si bien en menor medida que en 3T10. Sin embargo, las señales siguen siendo mixtas, particularmente en lo relativo a la inversión en equipo. Por el lado positivo, cabe destacar la recuperación de las matriculaciones de vehículos industriales (véase el Gráfico 10), después del agudo deterioro registrado en 3T10 debido a la finalización de medidas de estímulo fiscal semejantes a las que impulsaron la compra de vehículos para fines particulares en 1S10. Por el lado negativo, la confianza industrial de los productores de este tipo de bienes, que se había mantenido al alza a lo largo del 3T10 (véase el Gráfico 11), retrocedió en el último trimestre de 2010 hasta situarse nuevamente por debajo de su media histórica. En balance, nuestro indicador sintético de inversión en equipo apunta a una contracción cercana al 1% t/t en 4T10 (-5,2% t/t en 3T10). Así, y aunque el ajuste en curso del sector de la construcción ha seguido lastrando el avance de esta partida de la inversión, el empuje del sector exportador junto con la recuperación del equipo de transporte, habrían permitido cerrar 2010 con un crecimiento en torno al 1,5%, tras la caída cercana al 25% observada en 2009.

Gráfico 10

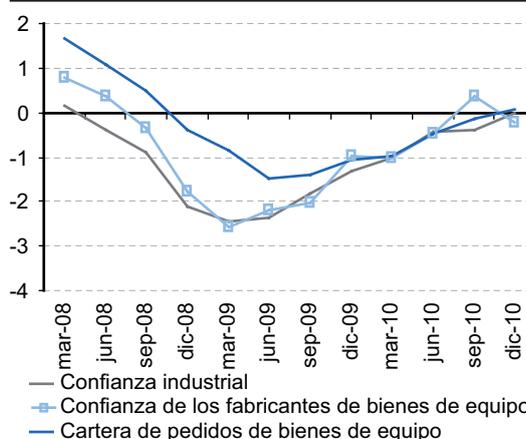
**España: evolución de los indicadores de inversión en equipo (% t/t)**



\* Datos hasta noviembre 2010 .  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

Gráfico 11

**España: confianza industrial (datos normalizados)**



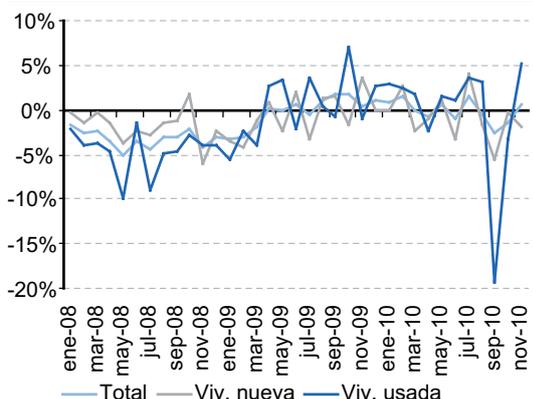
Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea y MICT

Continuando con la inversión, el comportamiento del mercado inmobiliario en el cuatro trimestre de 2010, según los datos publicados al cierre de esta revista, podría haber sido algo peor de lo esperado a comienzos de ese trimestre. La subida del IVA primero, y la eliminación de la parte estatal de la deducción por compra de vivienda a partir de enero de 2011 después, incentivaron la demanda durante el pasado año. Sin embargo, se esperaba un mayor impacto del cambio fiscal en las adquisiciones del 4T10. En promedio, el crecimiento mensual de las compraventas de vivienda en octubre y noviembre, corregidas de variaciones estacionales y calendario, fue negativo y más acusado que la caída media de los nueve meses anteriores (véase Gráfico 12). Así, las expectativas de nuevas correcciones de los precios de los inmuebles y el compromiso de algunas comunidades autónomas en mantener la parte autonómica de la deducción por vivienda a todos los contribuyentes con independencia de la renta, parecen haber atenuado el efecto adelanto de compras que se venía observando a lo largo del año.

Por su parte, la actividad residencial en el cuatro trimestre del año también ha sido inferior a la esperada a comienzos del trimestre. Los datos de los visados de obra nueva de octubre y noviembre han llevado a revisar a la baja la previsión del 4T10 y la del cierre del año (92.000 visados de obra nueva). Aunque en el 4T10 la contracción de la oferta ha sido algo más intensa que en el 3T10, lo que repercutirá en la evolución de la inversión de los próximos trimestres, la moderación de la caída de la actividad desde mediados de 2009 se traduce directamente en un menor recorte de la inversión residencial. Por ello, en el cuarto trimestre del año ésta habría vuelto a contraerse, aunque de manera más suave que en el trimestre anterior. La caída de la inversión en vivienda en 4T10 podría haberse situado ligeramente por debajo del 2,0% t/t, (véase Gráfico 13), con lo que el año 2010 concluiría con una contracción en torno al 17,7%.

Gráfico 12

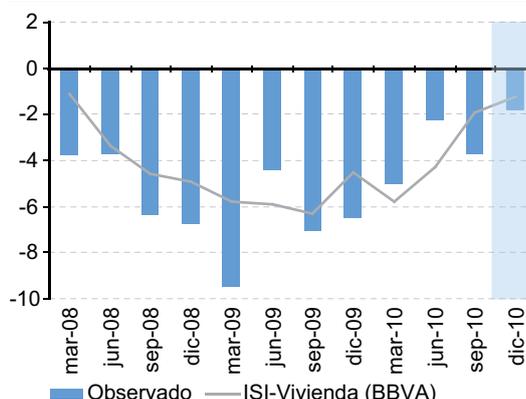
**España: compraventa de viviendas por tipología (% m/m CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 13

**España: inversión en construcción residencial e indicador sintético BBVA ISI-vivienda (% t/t)**



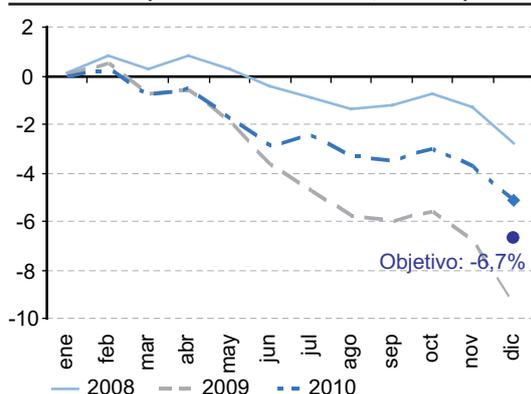
Fuente: BBVA Research e INE

## Mientras tanto, los datos de ejecución presupuestaria, consistentes con el ajuste de la demanda del sector público, permiten afirmar que el conjunto de las AA.PP. habría cumplido con su objetivo de déficit

Los datos de cierre de 2010 avanzados por el Estado confirman un cumplimiento holgado de su objetivo de estabilidad, lo que permite garantizar un margen suficiente para asegurar la consecución del objetivo del -9,3% del PIB para el conjunto de las administraciones públicas. Pese a que a fecha de hoy todavía no hay detalle del cierre del ejercicio, este resultado constata un comportamiento de los ingresos mejor de lo esperado, dado que algunos factores como la normalización en los ingresos por IVA, el aumento de su tipo marginal o la desaparición de la deducción de 300 euros en el IRPF han más que compensado la ralentización de la demanda interna. Por su parte, la ejecución presupuestaria de las comunidades autónomas al 3T10 se saldó con un déficit conjunto del 1,24% del PIB, arrojando un margen de 1,2pp que debería ser suficiente para que se finalice el año alrededor del objetivo (-2,4%). En cualquier caso, a la luz de la información aparecida posteriormente<sup>3</sup> y de la poca información disponible de liquidaciones de los presupuestos autonómicos a noviembre, el mayor riesgo de desviación sobre su objetivo se sigue concentrando en el sector autonómico, aunque, en todo caso, no debería quedar muy lejos del -2,4%. Aun así, el buen desempeño del plan de ajuste fiscal y de las medidas de control implementadas por el Ejecutivo central hace prever que el déficit de 2010 para el conjunto de las administraciones públicas se situará en torno al 9%.

Gráfico 14

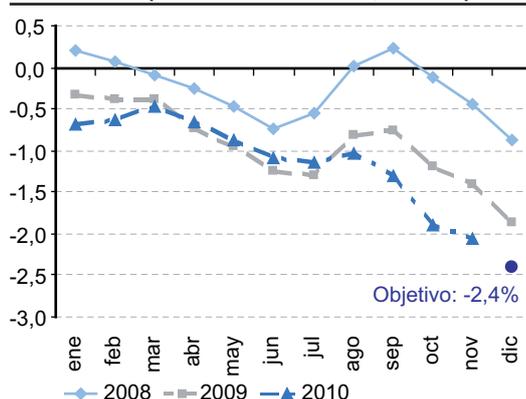
### Administración Central: saldo no financiero (acumulado anual, % PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 15

### Comunidades Autónomas: saldo no financiero (acumulado anual, % PIB)\*



\* Realizado con la ejecución presupuestaria de siete comunidades, que representan el 53,6% del PIB nacional.  
Fuente: BBVA Research a partir de CC.AA.

Así pues, el avance del reequilibrio de las finanzas públicas, liderado en gran medida por el ajuste del gasto corriente, se ha visto acompañado por la moderación progresiva de la demanda del sector público en términos reales. De esta forma, tal y como se desprende del detalle de la contabilidad nacional, tras una expansión del 5,8% y del 3,2% en 2008 y 2009, respectivamente, el consumo público habría registrado un crecimiento prácticamente nulo en el conjunto de 2010, comparable en magnitud tan solo con el 0,6% observado en 1994, cuando la economía española se encontraba en un proceso de consolidación fiscal similar. En esta misma línea, la inversión en construcción no residencial previsiblemente se contrajo en torno al 6,7% en 2010, aunque a este deterioro habría contribuido, además del sector público, el intenso ajuste por el que atraviesa la actividad constructora privada en la actualidad.

## Por su parte, la demanda externa neta continuó contribuyendo positivamente al crecimiento de la economía española

Propiciada por la finalización de los impulsos fiscales en Europa y una ligera apreciación de la moneda única, la desaceleración transitoria en el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios que se desprendió de los datos de CNT correspondientes a 3T10 abrió camino a la recuperación en 4T10 con un crecimiento estimado del 1,0% t/t. Respecto a las exportaciones de bienes, los indicadores parciales del trimestre disponibles a día de hoy, y correspondientes a la balanza comercial, adelantan un crecimiento de las exportaciones del 1,4% t/t (véase el Gráfico 16), lo que supone una moderada corrección a la baja con respecto

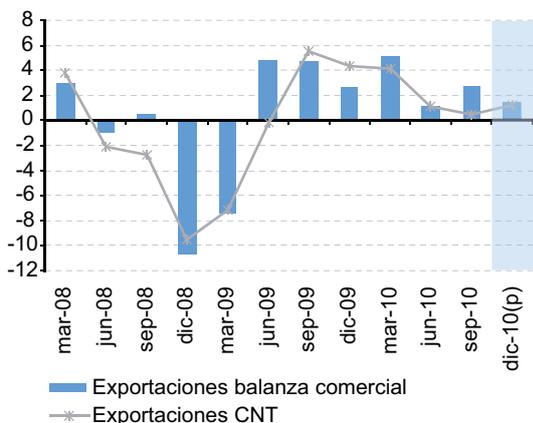
3: Principalmente, la existencia de un déficit de 7.000 mil millones de euros en la Generalitat de Catalunya, lo que supone una desviación de más de un punto porcentual sobre su objetivo de estabilidad.

a lo que se esperaba en el anterior número de este informe<sup>4</sup>. En esta misma línea, los indicadores disponibles relativos a las exportaciones de servicios, apuntan a una evolución favorable del turismo receptor. En el 4T10, el número de viajeros en España mantuvo la tendencia ascendente mostrada en trimestres anteriores. La entrada de turistas extranjeros se redujo un 4,6% a/a en diciembre, en parte como consecuencia del abandono de funciones de los controladores aéreos, pero la tendencia de suave incremento mostrada en los tres primeros trimestres se mantuvo, finalmente, también en el cuarto. Cabe recordar, en este sentido, que en el mes de diciembre los desplazamientos aéreos se corresponden más con salidas desde España que con entradas turísticas (es temporada baja) y que la mayoría de los desplazamientos internos utilizan transportes alternativos al aéreo. Incluso con estos condicionantes, lo que se observó fue una fuerte recuperación del turismo extranjero, que se expresa en el incremento de viajeros extranjeros en hoteles, tanto en el 4T10 (+1,4% t/t CVEC ) como en el conjunto del año (+11,9% a/a). En 2010, los viajeros en establecimientos hoteleros se incrementaron un 6,5%, hasta 82,2 millones. La mejoría del entorno exterior permitió que los viajeros extranjeros aumentaran un 11,9% en el año, mientras que la atonía de la demanda interna se tradujo en un incremento de sólo el 2,7% de los nacionales.

En referencia a las importaciones, los datos de balanza comercial arrojan un crecimiento intertrimestral en 4T10 de los bienes ligeramente por debajo de cero, en consonancia con la evolución esperada del consumo privado y con la previsión de crecimiento de las importaciones totales derivada de CNT, permitiendo así la contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento del PIB en 4T10. En su conjunto, el año 2010 destacó por el protagonismo del sector exterior español como soporte positivo a la evolución de la actividad económica, llegando a contribuir alrededor de un 1% al crecimiento, en un contexto caracterizado por la recuperación de la economía mundial, las ganancias de competitividad y la diversidad creciente de los países-destino de las exportaciones españolas resaltando, entre otros, los EAGLEs<sup>5</sup> (véase el Gráfico 17).

Gráfico 16

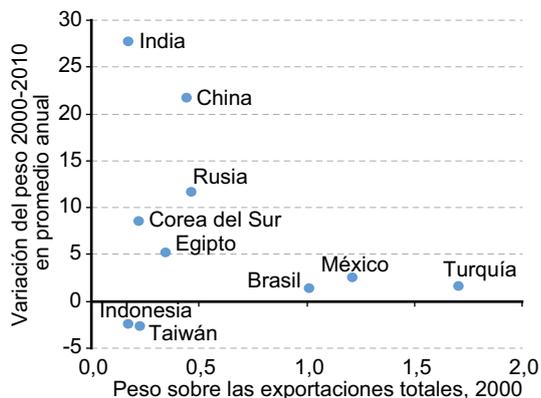
**España: exportaciones reales de bienes (% t/t, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 17

**España: exportaciones a países EAGLEs, peso en el total de exportaciones en 2000 y variación 2000-2010 en promedio anual (pp)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Finalmente, en lo referente a las cuentas externas, los datos disponibles hasta la fecha, correspondientes al último trimestre del año, indican una reducción moderada del déficit por cuenta corriente, liderada por el ajuste del saldo deficitario de la balanza de bienes y el buen comportamiento del superávit de servicios. Así, y aunque el repunte del precio del crudo durante el tramo final del año probablemente pesará sobre el déficit energético, cabe esperar que 2010 se cierre con un déficit por cuenta corriente del 4,6% del PIB, 0,9 décimas por debajo del déficit registrado en 2009, contribuyendo al ajuste de las necesidades de financiación exterior de la economía española<sup>6</sup>.

4: Véase [Situación España del cuarto trimestre de 2010](#).

5: Emerging and Growth-Leading Economies, denominación introducida recientemente en BBVA Research. Para más detalles véase [Las "águilas" de BBVA, Observatorio económico, noviembre 2010](#).

6: Véase el Recuadro 1. Las necesidades de financiación de la economía española son elevadas, pero se consolida el proceso de ajuste, en la página 22.

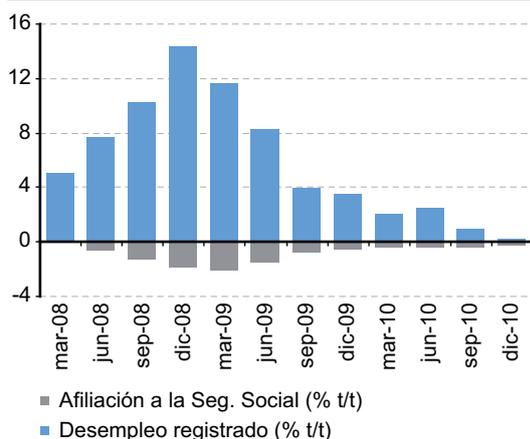
## El mercado laboral continuó ajustándose en 4T10 al ritmo marcado durante los últimos trimestres

En lo que respecta al mercado laboral, los indicadores relativos al 4T10 definen una situación de estancamiento (véase el Gráfico 18). Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del período, los datos evidencian que si bien la economía todavía fue incapaz de crear empleo, el aumento del paro se ralentizó significativamente: mientras que la afiliación media a la Seguridad Social disminuyó prácticamente lo mismo que en el trimestre precedente (un -0,2% t/t CVEC frente a un -0,3% en 3T10), los datos favorables de noviembre y diciembre provocaron una desaceleración del crecimiento del desempleo hasta el 0,2% t/t CVEC (1,0% t/t en 3T10). La Encuesta de Población Activa (EPA), correspondiente al 4T10, confirmó la evolución apuntada anteriormente. La ocupación se redujo en línea con lo esperado, principalmente por motivos estacionales (-138,7 miles de empleos en términos brutos, -52,7 miles CVEC). A pesar de la ligera disminución de la población activa (-16,7 miles de personas), la destrucción de empleo –concentrada en los asalariados con contrato temporal y en los trabajadores del sector de la construcción- provocó un repunte de la tasa de paro hasta el 20,3% y una disminución de la tasa de temporalidad hasta el 24,8% (véase el Gráfico 19).

El dato de la EPA del 4T cerró un año marcado por la aprobación de la Ley 35/2010, de 17 de septiembre, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, que supuso un avance relevante sobre la normativa laboral vigente, pero cuyos efectos a medio y largo plazo sobre la segmentación del mercado laboral y la creación de empleo serán limitados<sup>7</sup>. En el conjunto del año, la tasa de desempleo escaló hasta el 20,1% debido a la destrucción de 432 mil empleos netos, un 40,5% de los cuales de carácter indefinido y un 55,0% en el sector de la construcción.

Gráfico 18

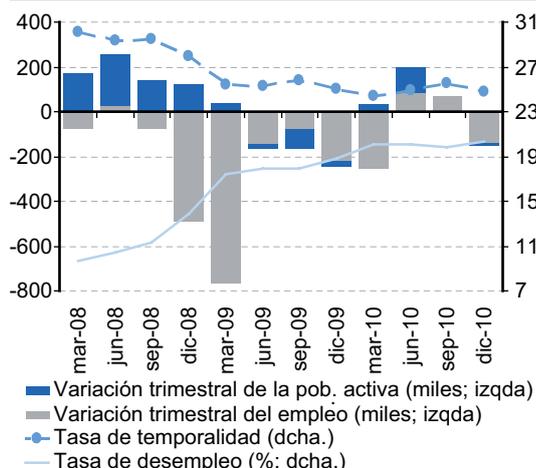
### España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado\*



\*Datos CVEC.  
Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 19

### España: datos del mercado laboral



Fuente: BBVA Research

## Los precios se aceleraron en la parte final del año como consecuencia del aumento transitorio de los precios del petróleo

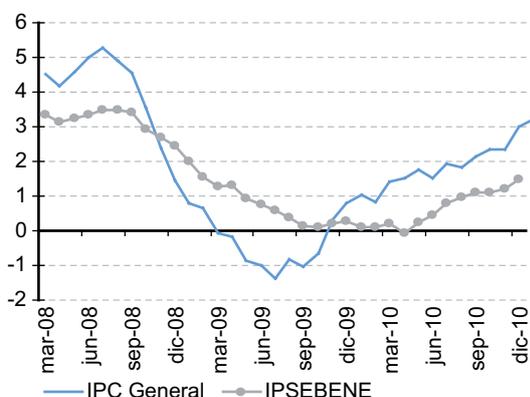
Después de un tercer trimestre caracterizado por la traslación incompleta del aumento del IVA a los precios del consumo, el tramo final del año estuvo claramente marcado por el repunte del precio del crudo y un nuevo aumento de los impuestos especiales (en particular los que gravan las labores del tabaco). Así, la inflación general repuntó a finales del año hasta el 3,0% a/a (véase el Gráfico 20), con lo que el año se cierra con una inflación promedio en torno al 1,8% a/a. Por su parte, la inflación subyacente aumentó sólo de forma moderada, hasta el 1,5% a/a en diciembre, situándose el promedio para 2010 en el 0,6%. En consecuencia, aún no se han observado efectos de segunda ronda dada la debilidad de la demanda doméstica, aunque las presiones inflacionistas derivadas de los precios energéticos continúan latentes en el corto plazo. Adicionalmente, toda vez que el repunte de los precios del crudo es probablemente de naturaleza transitoria y, que buena parte del aumento de los precios en 2010 responde a cambios impositivos que no afectan al precio de las exportaciones, tampoco se ha producido un deterioro significativo de la competitividad exterior de España. Así, como

7: Véase Situación España del tercer trimestre de 2010 para una evaluación del proyecto de Ley 35/2010.

se observa en el Gráfico 21, si bien el diferencial de inflación respecto a la zona del euro se ha situado en diciembre en torno al 0,7% para la inflación general, el correspondiente a la subyacente -positivo por primera vez en diciembre desde enero de 2009- se mantiene en cotas relativamente bajas.

Gráfico 20

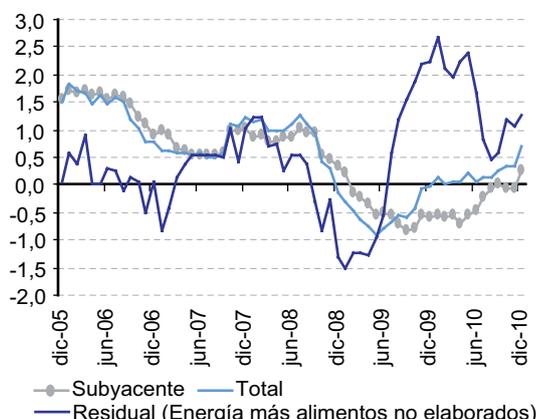
**España: inflación (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 21

**Diferencial de inflación España-UEM (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

**Escenario 2011-2012: los ajustes continúan. La recuperación sostenida de la economía debería empezar a partir del segundo semestre de este año**

Como adelantábamos en la introducción de esta sección, es de prever que la recuperación de la economía española continúe siendo débil en el corto y medio plazo. Se espera que el PIB siga mostrando tasas de crecimiento intertrimestral positivas, aunque moderadas, lo que llevará a un crecimiento para el conjunto de 2010 en torno al 0,9%. A partir del segundo semestre de 2011, comenzará la recuperación sostenida que dejará las primeras señales positivas en materia de creación de empleo, no siendo hasta 2012 –año en que la economía volverá a crecer en torno al 1,9% –cuando vuelva a aumentar la ocupación en términos netos para el conjunto del ejercicio económico.

A pesar de que nuestras previsiones indican que la creación neta de empleo comenzará durante el segundo semestre de este año, la tasa de paro CVEC continuará aumentando en 2011 y tan solo disminuirá levemente durante la segunda mitad de 2012. El Gráfico 23 muestra que la relación entre el crecimiento del PIB y el cambio en la tasa de desempleo (ley de Okun) es altamente lineal. Si se asume que la ley de Okun no ha cambiado durante las últimas tres décadas, el crecimiento económico necesario para comenzar a reducir la tasa de desempleo se situaría en el entorno del 2,8%, cifra que se reduciría hasta el 2,6% desde la entrada de España en la Comunidad Económica Europea. Sin embargo, la relación entre desempleo y crecimiento no se ha mantenido constante a lo largo del tiempo. Utilizando una ventana de 40 trimestres, se observa que la elasticidad del cambio en la tasa de desempleo al crecimiento económico aumentó –en valor absoluto– desde finales de los 70 hasta la crisis de comienzos de los 90. Tras la recesión y la legalización de las ETTs en 1994, volvió a incrementarse hasta la crisis actual, durante la cual ha disminuido 0,25 puntos (véase el Gráfico 23)<sup>8</sup>. El crecimiento del PIB necesario para reducir la tasa de desempleo se redujo desde más de un 4,5% a/a (1,3% t/t) a finales de los 70 hasta un 2,0% a/a (0,4% t/t) a mediados de los 90. A partir de este momento, el umbral de PIB comenzó a aumentar hasta el desencadenamiento de la crisis actual.

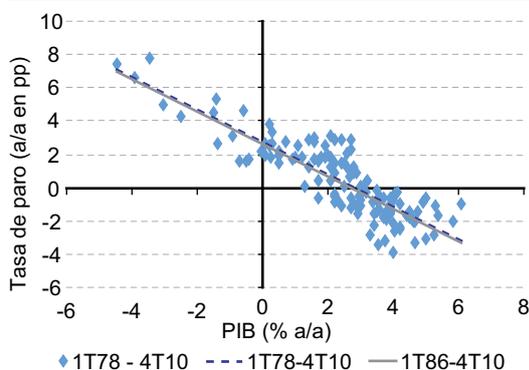
Con todo, es probable que durante el próximo bienio el umbral de crecimiento que haría disminuir la tasa de desempleo sea más bajo de lo que la ley de Okun pronostica ya que, dadas las proyecciones demográficas desfavorables elaboradas por el INE<sup>9</sup> y ante la expectativa de que las transiciones de la inactividad a la actividad apenas cambien, no se esperan aumentos significativos de la población activa. Al respecto, nuestras previsiones indican que la participación laboral crecerá por debajo del 0,5% en términos promedio durante los años 2011 y 2012. Dadas estas proyecciones demográficas desfavorables, avanzar en la reforma laboral permitiría situar por debajo del 2% el crecimiento económico necesario para reducir la tasa de desempleo.

8: Es preciso considerar que la tasa de desempleo tiene cierta inercia y que el efecto de cambios en el crecimiento económico sobre la tasa de paro persisten a lo largo del tiempo. En concreto, el número óptimo de retardos sería dos para la variación de la tasa de desempleo y uno para el crecimiento del PIB. Cuando se estima una ley de Okun que incluye esta dinámica, se obtiene que la elasticidad de largo plazo de la tasa de paro al crecimiento del PIB es el doble (-0,8) que la elasticidad contemporánea (-0,4).

9: Según las últimas proyecciones de población a corto plazo 2010-2020, disponibles en este [enlace](#), mientras que la población total aumentará un 0,7% entre 2010 y 2012, la población en edad de trabajar (entre 16 y 64 años) disminuirá un 0,4%.

Gráfico 22

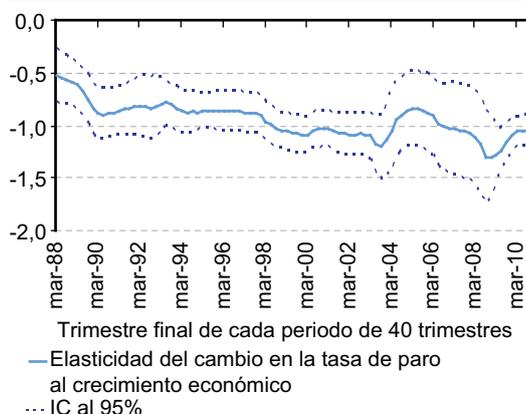
**España: crecimiento del PIB y cambio en la tasa de desempleo**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 23

**España: evolución de la ley de Okun. Ventana de 40 trimestres**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

En lo que respecta a la composición del crecimiento, el escenario económico para 2011 y 2012 viene condicionado por una serie de factores, entre los que cabe destacar los siguientes. En primer lugar, la persistencia del tono actual de la política fiscal dada la necesidad de mantener el ritmo de avance en el proceso de consolidación de las finanzas públicas. En segundo lugar, el avance progresivo en la corrección de los desequilibrios acumulados antes y durante la actual crisis económica (por ejemplo, la sobreoferta en el mercado de la construcción residencial, el apalancamiento del sector privado y la elevada tasa de paro). En tercer lugar, la potencial resolución del último episodio de incertidumbre en los mercados de deuda soberana en Europa. En cuarto lugar, la continuidad del carácter acomodaticio de la política monetaria única a la vista de la transitoriedad de las recientes presiones inflacionistas derivadas del aumento de los precios energéticos. Finalmente, la mejora de las expectativas de crecimiento, tanto globales como de la UEM, y el retorno del tipo de cambio del euro a cotas cercanas de su equilibrio de largo plazo. En síntesis, la contribución negativa del sector público junto con la debilidad de la recuperación de la demanda doméstica privada y la potencial fortaleza de las exportaciones serán los rasgos que caracterizarán la evolución de la demanda agregada durante el próximo ejercicio económico (véase el Cuadro 1). Para 2012, la finalización de algunos de los ajustes llevados a cabo por parte del sector privado desde el inicio de la crisis, junto a una desaceleración moderada de las exportaciones españolas, resultará en la primera contribución positiva de la demanda interna al crecimiento desde 2007 a pesar del impacto negativo directo que continuará teniendo el proceso de consolidación fiscal, y en una contribución de la demanda externa neta menor de la prevista para 2010 y 2011.

Respecto al primer factor que condiciona las previsiones para los próximos dos años, efectivamente, tanto los datos de la ejecución presupuestaria para el conjunto de año como los Presupuestos Generales del Estado para 2011 (PGE 11) corroboran el compromiso del Gobierno con el cumplimiento del objetivo de consolidación fiscal. Se prevé así que el déficit público continúe reduciéndose a lo largo de todo el horizonte de predicción hasta alcanzar el objetivo del 3% del PIB establecido para 2013. En consecuencia, la demanda pública previsiblemente continuará su senda de ajuste en los dos próximos años donde, por primera vez desde que existen datos disponibles, el crecimiento del consumo público podría situarse en cotas negativas. Asimismo, la partida de inversión en otras construcciones previsiblemente retrocederá en 2011 aunque, como consecuencia de la recuperación de la parte privada que afecta a este componente de la demanda, en 2012 podría volverse a observar un crecimiento moderado en torno al 1%.

Cuadro 1

**España: previsiones macroeconómicas**

(a/a %, salvo indicación contraria)	1T10	2T10	3T10	4T10	2009	2010	2011	2012
Consumo hogares	-0,3	2,2	1,4	1,3	-4,3	1,1	0,2	1,2
Consumo AA.PP.	-0,5	0,1	-0,1	0,3	3,2	0,0	-0,6	-0,3
FBCF	-10,4	-6,8	-7,0	-6,1	-16,0	-7,6	-2,9	3,4
Equipo y otros productos	-9,0	0,4	0,0	-0,8	-21,2	-2,4	0,6	5,0
Equipo	-4,4	8,7	2,4	-0,7	-24,5	1,5	0,7	5,5
Construcción	-11,4	-11,4	-11,6	-9,8	-11,9	-11,1	-5,3	2,3
Vivienda	-21,1	-19,3	-16,4	-12,3	-24,5	-17,3	-7,1	4,1
Resto	-4,1	-5,7	-8,5	-8,4	-0,1	-6,7	-4,1	1,0
Var. existencias (*)	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>-6,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,4</b>
Exportaciones	9,1	11,6	8,7	6,7	-11,6	9,0	9,1	7,0
Importaciones	2,3	9,3	3,9	1,9	-17,8	4,4	2,0	4,6
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>0,5</b>
<b>PIB pm (% a/a)</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>
<b>PIB pm (% t/t)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>				
<b>Pro-memoria</b>								
PIB sin inversión en vivienda	-0,2	1,1	1,3	1,3	-1,9	0,9	1,4	1,7
PIB sin construcción	0,3	1,9	2,2	2,2	-2,1	1,6	1,9	1,8
Empleo total (EPA)	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-6,8	-2,3	-0,2	1,1
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	20,0	20,1	19,8	20,3	18,0	20,1	20,6	20,1
Empleo total (e.t.c.)	-3,7	-2,5	-1,7	-1,3	-6,6	-2,3	-0,3	0,9

(\*) contribuciones al crecimiento.

Fuente: INE y previsiones BBVA Research

En cuanto al consumo privado, el adelantamiento al primer semestre del pasado año de las compras de bienes y servicios que habrían tenido lugar durante el segundo y posteriores tendrá un efecto base negativo sobre el gasto de los hogares durante la primera mitad de 2011 que se irá diluyendo a lo largo del horizonte de predicción. Por otra parte, la menor destrucción de empleo prevista para el año actual no será suficiente para compensar los efectos contractivos del empeoramiento del componente no salarial de la renta bruta disponible de los hogares provocado, entre otros aspectos, por la no revalorización de las pensiones contributivas y el agotamiento de las prestaciones contributivas por desempleo. En 2012, el ligero crecimiento de la ocupación provocará el primer aumento de la renta disponible desde 2009. Tampoco la riqueza, principalmente la inmobiliaria, contribuirá positivamente al crecimiento del consumo durante el bienio 2011-2012 dada la caída prevista de precios de la vivienda durante los próximos trimestres. Por el contrario, el gasto privado continuará apoyado por tipos de interés relativamente bajos que mantendrán la carga financiera de los hogares en el entorno del 13% de la renta bruta disponible, un nivel similar al observado en 2010. Por último, si bien la incertidumbre permanecerá relativamente elevada, no se esperan cambios significativos de la tasa de ahorro asociados a episodios de pérdida de confianza por parte de los consumidores, aunque el inconcluso proceso de desahorcamiento de los hogares no permite adelantar una reducción sustancial del ahorro. En consecuencia, se prevé que el crecimiento del gasto en consumo de los hogares se ralentice en 2011 hasta el 0,2%, situándose en el entorno del 1,2% en 2012.

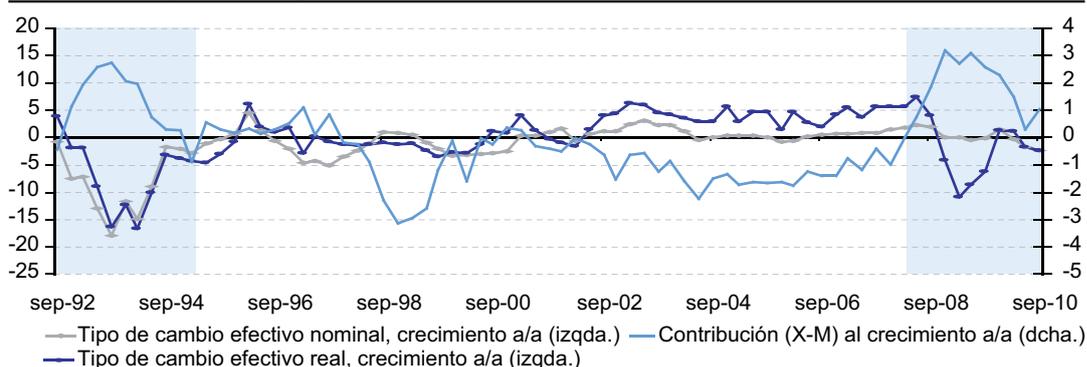
En lo que respecta a la inversión empresarial, se prevé que, a la luz de la debilidad de la recuperación de la demanda final en España y el carácter transitorio de las presiones inflacionistas en Europa, se observen avances muy moderados en los beneficios empresariales, así como una menor presión a la baja en el coste real de uso del capital. Ambos factores contribuirán de forma positiva al crecimiento de la inversión empresarial tanto en el corto como en el medio plazo, aunque en los trimestres más cercanos, dada la dependencia de la economía española de la financiación externa, el último aumento de las tensiones financieras supondrá un sesgo a la baja. Como resultado, se prevé que la inversión en equipo y otros productos crezca solo de forma moderada en 2011, en torno al 0,6%, tras tres años consecutivos de caída. En 2012, y tras la esperada reducción escalonada de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, se darán las condiciones necesarias para observar un crecimiento

nuevamente robusto de esta partida de la demanda agregada, esta vez en torno al 5%. Por otro lado, y aunque la mayor parte de los ajustes ya se han producido, se asistirá, de nuevo, a un deterioro de la inversión residencial en 2011 (-7,1% a/a), si bien menos intenso que el observado en 2009 y el previsto para 2010 (-24,5% y -17,7%, respectivamente). Las primeras tasas de crecimiento positivo se esperan en la primera mitad de 2012, pudiendo llegar éstas a ser relativamente elevadas habida cuenta de los bajos niveles de los que partirá la recuperación, con lo que el año podría cerrarse con un crecimiento del 4,1%.

En último lugar, y con respecto a la evolución a medio plazo del sector exterior, nuestras estimaciones apuntan a que España mantendrá el pulso exportador durante 2011 y, en menor medida, 2012, ejercicios en los cuales el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios se situará en la horquilla del 7% al 9%. A diferencia de la crisis a la que se enfrentó la economía española en la primera mitad de los noventa, momento en el que la devaluación cambiaria llegó a producir aumentos del tipo de cambio efectivo real en torno al 15% interanual, las mejoras de competitividad durante esta crisis han venido de la mano de movimientos favorables en el precio relativo de los factores productivos frente al exterior y, en menor medida, de la depreciación del euro (véase el Gráfico 24), poniendo en evidencia la capacidad de ajuste y respuesta de los exportadores españoles en un entorno internacional claramente adverso. De cara a los dos próximos años, los factores subyacentes al buen comportamiento previsto recaen en las ganancias de competitividad, la recuperación de la economía internacional y la diversificación geográfica de destinos del tejido exportador, alcanzando un mayor protagonismo el crecimiento de las economías EAGLEs además del empuje alemán dentro de la UEM. A modo de conclusión, las exportaciones de bienes y servicios españolas continuarán ejerciendo de soporte fundamental a la actividad económica en España tanto en el corto como en el medio plazo.

Gráfico 24

**España: competitividad y contribución al crecimiento de la demanda exterior neta, %\***



\* El TCER se calcula en base al coste laboral unitario en manufacturas. Los periodos sombreados se corresponden con las últimas dos recesiones. Tasas negativas del TCER o TCEN (v.g. depreciación) implican ganancias de competitividad.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE, FMI y BdE

**Sin embargo, el ritmo de crecimiento distará de ser homogéneo entre las distintas regiones españolas<sup>10</sup>**

Como sucedió durante el último periodo de expansión y como se viene observando desde comienzos de la crisis, el crecimiento de la economía española seguirá estando marcado por una amplia heterogeneidad regional en los próximos dos años. Los factores que inciden sobre la economía española afectarán a todas las comunidades autónomas, pero su impacto regional diferirá en función de la exposición a cada uno de estos. Así, en el corto y medio plazo, el crecimiento de las economías regionales estará apoyado en la demanda externa pero con una demanda interna relativamente débil.

En lo que respecta a la continuación de la consolidación fiscal a nivel autonómico y por parte del Estado, se espera un mayor impacto cuanto mayor es el peso del sector público en la actividad económica y mayor la necesidad de ajuste a nivel autonómico. En particular, aquellas comunidades con un mayor déficit autonómico (el eje Mediterráneo y Castilla-La Mancha), o con menor renta per cápita (y por tanto, mayor dependencia de las transferencias y las inversiones del Estado) podrán ver más coartadas sus posibilidades de crecimiento en este escenario económico.

Por otro lado, la corrección de los desequilibrios internos alcanzados tanto durante el periodo de expansión como a lo largo de la crisis, marcará el ritmo de recuperación de la demanda doméstica. Un stock residencial pendiente de venta relativamente bajo, una tasa de paro diferencialmente menor

10: Este apartado resume las principales conclusiones del Observatorio Regional sobre la Estimación del PIB de España por CCAA próximamente disponible en la página Web de [BBVA Research](#)

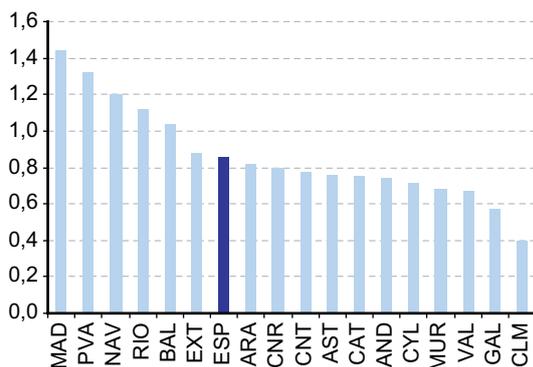
y una mayor proporción de parados beneficiándose de prestaciones, o un nivel de endeudamiento privado menor, apoyan que la reacción del consumo y la inversión privada pueda ser algo mejor que en la media española. Estos factores son comunes, en general, en las comunidades del norte de España.

Finalmente, y dado el carácter motor para el crecimiento de la demanda externa, particularmente en 2011, la capacidad de respuesta a una mayor demanda mundial determinará la velocidad de la recuperación. Es de esperar que aquellas comunidades con un mayor nivel de apertura relativa puedan verse más beneficiadas, tanto a través del turismo como de la exportación de bienes. Cabe, no obstante, hacer una excepción: el fin de las ayudas fiscales en Europa dificultará el mantenimiento de las tasas de crecimiento relativamente elevadas que experimentó el sector del automóvil en 2010, condicionando también la actividad en algunas comunidades autónomas (particularmente, Castilla y León y Galicia, también afectada por el fin del año Xacobeo), alejándolas del que debería ser su comportamiento diferencial con la media española con criterios de análisis de más largo plazo.

En síntesis, el crecimiento de la economía española durante el próximo año se situará en torno al 0,9% pero la dispersión del crecimiento regional estará en el rango del 0,2% al 1,5%. Comunidades autónomas como Madrid, País Vasco y Navarra liderarán la recuperación económica, mientras que otras como Castilla-La Mancha, Galicia, Valencia y Murcia, claramente lastrarán el crecimiento. Para 2012, y en la medida que los factores de desequilibrio diferencial se vayan corrigiendo, cuanto menos parcialmente, es de esperar que se reduzcan ligeramente las divergencias en las tasas de crecimiento regional. En ese contexto, por tanto, las comunidades con mayor grado de penetración en los mercados exteriores con mayor potencial de crecimiento serán las beneficiadas. El proceso de convergencia interregional en España no verá todavía, grandes avances.

Gráfico 25

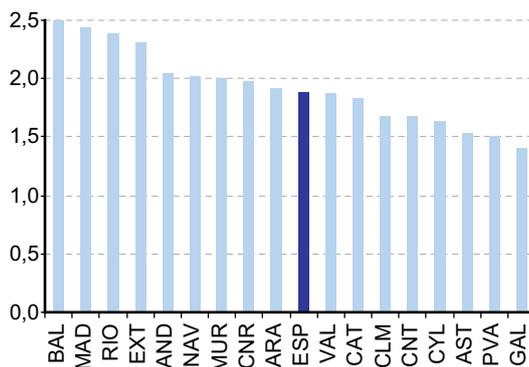
**España: crecimiento del PIB en 2011, desglose por CC.AA. (a/a,%)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 26

**España: crecimiento del PIB en 2012, desglose por CC.AA. (a/a,%)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

**Persiste la incertidumbre respecto al dinamismo de la recuperación**

En todo caso, si bien es cierto que las previsiones macroeconómicas en este informe muestran una contribución de la demanda interna ligeramente por debajo de la publicada en nuestro escenario anterior (véase Situación España del cuarto trimestre del 2010), existen factores que podrían dar lugar a una mejora del escenario para la economía española. Tras el aumento reciente de las tensiones financieras en Europa, el gobierno español continúa avanzando tanto en el aumento de transparencia de las finanzas públicas españolas, como en la consolidación del proceso de reformas estructurales. La adopción rápida y ambiciosa de las reformas anunciadas será crucial para mejorar la confianza de los mercados, acelerar el ritmo de recuperación de la actividad y el empleo, y reducir la presión sobre la demanda doméstica privada (véase la Sección 4 de este informe).

Asimismo, también existen riesgos a la baja que pueden pesar sobre el ritmo de avance tanto de la demanda doméstica como de la demanda externa. En primer lugar, riesgos inflacionistas incipientes tanto para España como para el conjunto del área del euro. Si bien la reciente escalada de los precios del petróleo es de carácter transitorio y -dada la debilidad de la demanda interna- no se ha trasladado de forma significativa en aumentos de los precios no energéticos, es prematuro descartar que se produzcan efectos de segunda ronda en el corto plazo. En segundo lugar, y aunque a largo plazo tendrá un efecto neto positivo, el reciente aumento de los requerimientos de capital exigidos para las entidades financieras españolas tiene que acompañarse de una apertura de los mercados de financiamiento de tal manera que esto no influya en las decisiones de crédito de las

entidades financieras, por lo que es vital que éstas continúen su proceso de reestructuración ordenada. Finalmente, la dilatación de la resolución de los problemas de gobernanza en Europa podría retrasar innecesariamente la moderación de las tensiones financieras, agravando la presión a la baja sobre el ritmo de recuperación de la economía española (véase la Sección 4 de este informe).

### Recuadro 1. Las necesidades de financiación de la economía española son elevadas, pero se consolida el proceso de ajuste

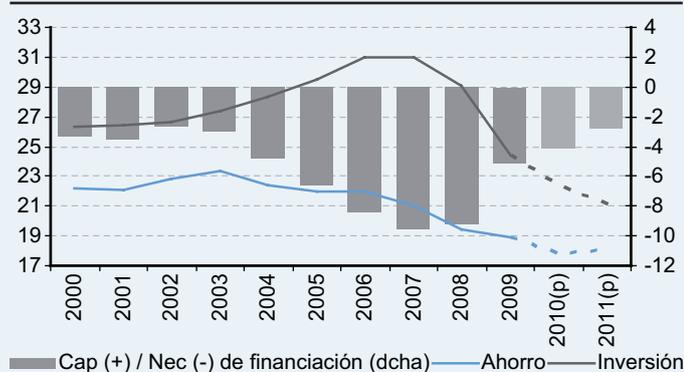
**Desde 2008 se aprecia una reducción de las necesidades de financiación de la economía española, siendo la caída de la inversión el principal responsable de ello.**

El ajuste sostenido de la tasa de inversión registrado desde 2008, junto a un ahorro nacional que se reduce moderadamente, han rebajado las necesidades de financiación de la economía española a prácticamente la mitad, con lo que 2010 habría cerrado con un déficit en torno al 4% del PIB. En este proceso de ajuste, el comportamiento ha sido divergente entre agentes: el dinamismo del ahorro privado ha más que compensando el fuerte desahorro experimentado por el sector público y, a su vez, la caída de la tasa de inversión ha estado liderada por el sector privado, fundamentalmente por los hogares.

En 2011, se espera que se siga corrigiendo el desequilibrio de la economía aunque a un menor ritmo. Por agentes, los hogares continuarán reduciendo su tasa de inversión de la mano de la caída de la compra de viviendas, lo que no será suficiente para compensar la disminución de su tasa de ahorro derivada del aumento del consumo y de la caída de su renta bruta disponible. Como consecuencia, se espera que los hogares vean minorada su capacidad de financiación. Por su parte, tras los fuertes ajustes de 2008 y 2009, las empresas mantendrán su tasa de inversión y aumentarán su tasa de ahorro, con lo que verán ampliamente reducidas sus necesidades de financiación. Finalmente, de acuerdo con el mantenimiento del proceso de consolidación fiscal iniciado en 2010, se espera que el sector público registre una notable mejora en su tasa de ahorro, aunque se mantendrá con signo negativo a lo largo del año.

Gráfico 27

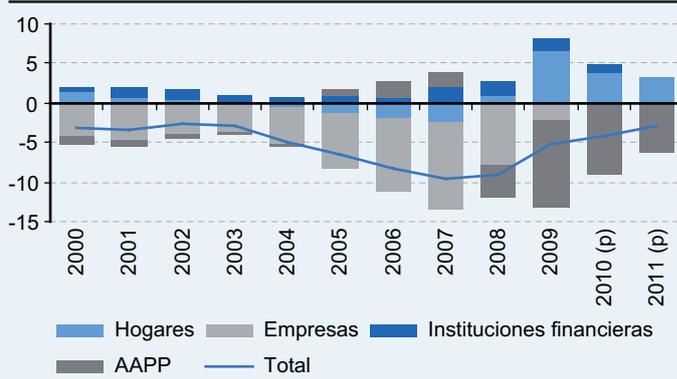
#### Necesidades de financiación: ahorro e inversión (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 28

#### Necesidades de financiación por agentes (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

**Ante un entorno de incertidumbre financiera como el actual, se observa una sustitución de las fuentes de financiación externa por la financiación nacional de los agentes no financieros. Tan sólo las administraciones públicas son capaces de financiarse en el resto del mundo**

Pese al fuerte ajuste registrado en las necesidades de la economía española, el déficit esperado para 2011 supone seguir requiriendo financiación al resto del mundo, lo que en un contexto de incertidumbre financiera como el actual podría condicionar el acceso a la misma. En el periodo previo a la crisis fueron las instituciones financieras los agentes que captaron casi la totalidad de la financiación frente al resto del mundo; sin embargo, en la actualidad, las administraciones públicas han sido prácticamente el único agente que se ha financiado en el exterior. La posición financiera de las empresas cambió con la crisis económica, pasando a ser demandantes de financiación entre 2007 y 2010, posición que se mantendrá también en 2011, aunque en menor cuantía.

Analizando con mayor detalle las instituciones financieras puede observarse cómo durante el periodo de expansión las instituciones financieras no monetarias fueron las grandes demandantes de financiación del exterior (periodo en el que proliferan los fondos de titulización y de inversión). Igualmente las otras instituciones financieras monetarias (bancos y cajas, principalmente), en pleno proceso de expansión, también captaban financiación del exterior a través de la emisión

de valores. Sin embargo, a partir de 2007 las instituciones financieras en conjunto pasaron a financiarse principalmente vía apelación al BCE, escenario que probablemente se repetirá durante el presente ejercicio, aunque también se observará la reactivación de otras fuentes como, por ejemplo, el interbancario.

Por instrumentos, puede observarse cómo a partir de septiembre de 2007, y como consecuencia de las primeras turbulencias financieras, se experimentó un cambio en los mecanismos de financiación de la economía española hacia los instrumentos de corto plazo, en detrimento de las emisiones a largo plazo, que fueron la principal vía de financiación entre 2004 y el inicio de la crisis. En la actualidad, las principales fuentes de financiación de la economía española son el recurso a la liquidez del BCE y la emisión de valores por parte de las administraciones públicas. Así mismo, se aprecia cómo, a partir del segundo trimestre de 2010, los agentes nacionales están deshaciendo posiciones en activos del resto del mundo con el objetivo de repatriar capitales que les sirvan para su propia financiación, algo que, según nuestras previsiones, podría mantenerse, aunque en menor grado, durante el presente año.

Gráfico 29

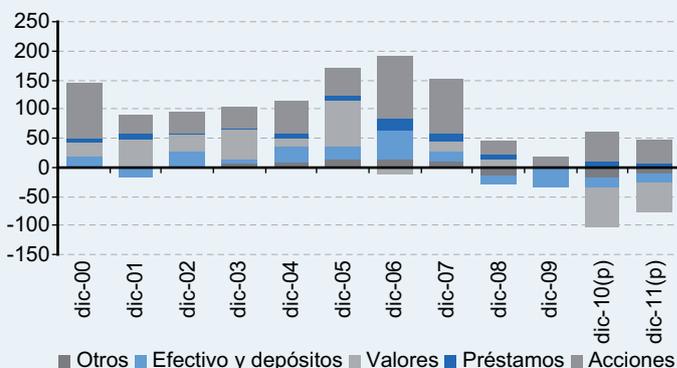
**Pasivos netos frente al resto del mundo. Por instrumentos. Miles de millones de euros**



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 30

**Activos financieros frente al resto del mundo. Por instrumentos. Miles de millones de euros**



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

## 4. España ante la crisis de deuda soberana y la importancia de mantener el esfuerzo reformador

Durante los últimos meses, los mercados financieros han estado marcados por dos nuevos episodios de crisis soberana. Como ya se mencionó en el anterior Situación España, el primero de estos episodios se produjo en octubre y estuvo relacionado con la resolución de la incertidumbre asociada a la solvencia del sistema financiero irlandés y a su impacto sobre la deuda soberana de ese país. Dicho episodio llegó a su fin el pasado 21 de noviembre con la solicitud de ayuda a las autoridades europeas por parte del estado irlandés. Sin embargo, dicho apoyo apenas contribuyó a contener la creciente incertidumbre que se observaba en los mercados. Los elementos de fondo de la crisis de deuda soberana, como la falta de consenso en el marco comunitario para resolver los problemas de liquidez y solvencia que pudieran amenazar a algunos de sus miembros, y las propias debilidades estructurales de algunas economías periféricas, seguían estando latentes. Así, al inicio de 2011 los mercados financieros asistieron de nuevo a un repunte de las primas de riesgo principalmente por los temores a que Portugal se convirtiese en el tercer país de la UEM en solicitar ayuda, tanto por los potenciales problemas de cumplimiento de sus objetivos fiscales como, sobre todo, por un deterioro de las expectativas de sostenibilidad de la deuda pública portuguesa en un contexto de elevadas primas de riesgo y bajo crecimiento. En esta ocasión resultaron afectados, además, países como Bélgica e Italia. En el caso de España, estos tres elementos (la incertidumbre sobre la gobernanza europea, el contagio y la asociación con los problemas observados en Irlanda y Portugal) supusieron un incremento en las primas de riesgo que ha llevado al Gobierno español a acelerar algunos procesos para aclarar las dudas surgidas respecto a la economía española. Aunque el sistema financiero español dista mucho de tener los problemas de solvencia del irlandés y aunque, incluso en escenarios adversos, la sostenibilidad de la deuda pública española no debería ponerse en duda, las reformas estructurales que ha llevado a cabo el Gobierno han sido necesarias para reafirmar estos hechos. Más aún, es de vital importancia que se continúe avanzando en el proceso de transparencia de la información, tanto respecto a las cuentas públicas como en el sector financiero, y que el gobierno mantenga el sentimiento de urgencia en los procesos de reestructuración de una parte acotada del sistema financiero y en el avance de otras reformas estructurales clave para elevar la capacidad de crecimiento de la economía española.

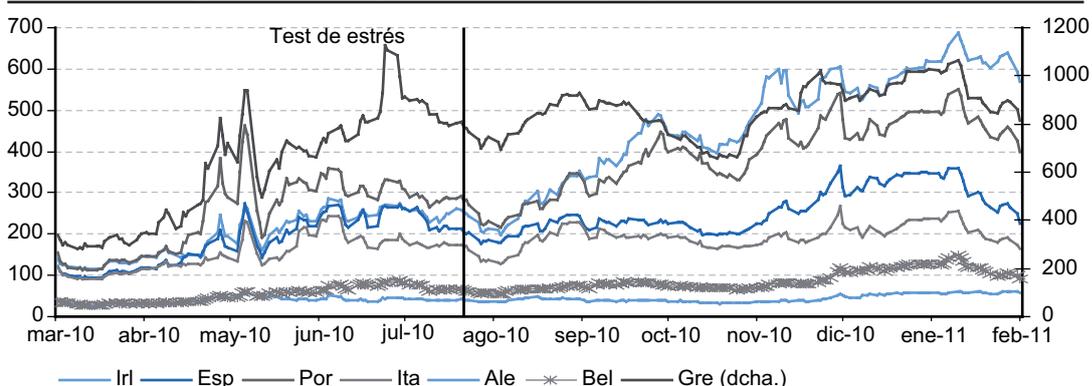
### **La percepción de un mayor consenso sobre mecanismos de resolución de crisis de deuda soberana en Europa ha disminuido las tensiones en los mercados**

El repunte del riesgo soberano a finales de año provocó que los mercados de deuda se volvieran a cerrar parcialmente, lo que se trasladó en un incremento de la apelación del sistema financiero español al Banco Central Europeo (BCE) durante el mes de diciembre después de cuatro meses consecutivos de descensos. En este contexto de mayor dificultad en el acceso a los mercados de financiación por parte de gobiernos y entidades financieras en algunos países de Europa, a lo largo del mes de enero se dieron a conocer elementos que han contribuido a suavizar las tensiones financieras. En delante, es de esperar que esta disminución de las tensiones financieras en Europa y, en particular, en España, se consolide de forma gradual si se cumplen dos premisas: 1) que se resuelva de forma favorable la cuestión de la gobernanza a nivel europeo, esto es, que se concreten la reforma del actual EFSF<sup>11</sup> para afrontar los problemas de los países con dificultades, así como el mecanismo permanente de resolución de crisis a futuro y 2) que las reformas estructurales y el proceso de consolidación fiscal avancen de forma decidida en la dirección correcta, de tal manera que se despejen completamente las dudas respecto a la solvencia de una parte del sistema financiero español y se perciba una mejora de la capacidad de crecimiento de la economía.

11: Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (*European Financial Stability Facility*).

Gráfico 31

**Primas de riesgo soberanas (CDS a 5 años en pbs)**



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

**Gobernanza en Europa: un marco institucional adecuado**

Tras una serie de rumores y debates sobre cómo llevar a cabo una reforma definitiva de la gobernanza europea, la única decisión en firme del Consejo Europeo de diciembre fue la creación de un fondo de estabilidad permanente a partir de 2013. Además de continuar los trabajos sobre el reforzamiento de la disciplina fiscal (PEC), se decidió elaborar una propuesta -que será presentada en la reunión del Consejo de finales de marzo- que resolviese de manera definitiva la actual crisis y asegurase, al mismo tiempo la gestión de crisis futuras, incluyendo un marco de política fiscal adecuado que complemente la política monetaria única. Las propuestas son variadas, pero en nuestra opinión deberían incluir diversos elementos. En particular, a corto plazo, es necesario resolver los problemas de liquidez actuales que experimentan varios gobiernos europeos (y que se extiende a sus economías privadas), pero también dar una solución a los problemas de solvencia soberanos, ya que atacar problemas de solvencia a largo plazo con soluciones de provisión de liquidez no es una solución satisfactoria.

En este sentido, para solucionar los problemas de liquidez, es necesario aumentar la cantidad del EFSF al menos hasta su dotación nominal (440 mil millones euros, que junto a otros fondos europeos y la cantidad puesta a disposición por el FMI puede llegar a 750 mil millones). Más importante aun, sería necesario hacer más flexible la utilización de dicho fondo con la posibilidad de intervenir en el mercado secundario (para reducir los diferenciales soberanos sin necesidad de aprobar un plan de rescate) y disminuir los tipos de interés aplicados. Este último punto es importante, ya que las experiencias de Grecia e Irlanda muestran que tipos demasiado elevados, en un contexto de fuerte consolidación fiscal, pueden ahogar la recuperación de la economía. Para reducir el riesgo moral de los gobiernos (disminuir los incentivos a pedir un rescate) es suficiente la exigente condicionalidad fiscal y de reformas estructurales ya aplicada.

Para solucionar los problemas de solvencia, es necesario afrontarlos en el corto plazo y así restaurar la confianza de los mercados. Para ello, sería deseable que un organismo europeo (probablemente, la Comisión Europea) determinase de manera objetiva qué países van a ser solventes tras el ajuste que se está llevando a cabo y que finalizará entre 2013 y 2014. Una vez seleccionados, se deberían proporcionar soluciones para que su ratio de deuda pública sobre PIB se redujese a niveles sostenibles. Dada la situación de incertidumbre de los mercados financieros, no es realista que esa reducción de deuda pública ya emitida<sup>12</sup> se haga, sobre todo, a través de una participación privada, ya que el contagio a otros soberanos y al sistema bancario europeo podría ser importante. La reducción debería correr a cargo del resto de los países de la zona. Un posible mecanismo para poner en práctica dicha reducción es el préstamo de fondos a los países afectados para que recompren su deuda en el mercado secundario. Otra posibilidad es hacer préstamos a estos países a muy largo plazo y a tipos de interés más reducidos.

Asimismo, a largo plazo se debe poner en marcha un fuerte mecanismo de prevención y resolución de crisis futuras. En la parte preventiva, lo importante es evitar que se produzcan desequilibrios excesivos en las cuentas públicas en la unión monetaria o que, si existen esos desequilibrios, su financiación no se vea amenazada. El Mecanismo de Estabilidad Europeo, ya en marcha, es una buena herramienta, ya que incluye la vigilancia anticipada de la situación fiscal (“semestre europeo”), nuevos criterios de control

12: Debe tenerse en cuenta que los países europeos ya se han comprometido oficialmente a que el sector privado no soportará pérdidas en la deuda pública emitida con anterioridad a 2013, por lo que una solución que viole este compromiso generaría un importante problema de credibilidad de las instituciones y países europeos.

sobre los desequilibrios del sector privado (que han sido la causa de la crisis fiscal en varios países) y del nivel de deuda pública (no sólo de déficit), y sanciones reforzadas y automáticas. Este último elemento es importante, ya que una de las resoluciones del Consejo Europeo de octubre pasado fue incluir la posibilidad de revocar las sanciones por mayoría cualificada, lo cual debilita el nuevo mecanismo. Por otro lado, las reglas fiscales de reducción de déficit estructurales a nivel nacional también pueden ayudar, aunque será difícil homogeneizarlas entre países. Dado que no pueden estar ligadas a ningún mecanismo de sanciones, no es segura su aplicación, como ya ocurrió en el pasado. La experiencia de la última década nos ha enseñado que más que mecanismos de sanción, que también son necesarios, hay que buscar incentivos para premiar comportamientos virtuosos a nivel macroeconómico.

A medio plazo, la emisión de Eurobonos que cubra un cierto porcentaje que, sin embargo, supone claramente una ruptura del principio de “no rescate” y requiere avanzar hacia una mayor coordinación de políticas fiscales para poder ser aceptado políticamente, algo que supone cambios importantes en los tratados europeos.

Por el lado de los mecanismos de resolución de futuras crisis, y para poder restablecer una cierta disciplina de mercado, definir mecanismos de participación privada es una buena idea para impedir situaciones de riesgo moral, pero éstos no han de ser traumáticos para evitar efectos de contagio. Si la parte preventiva no cumple su función y es necesario reestructurar la deuda pública de un país reduciendo el valor presente de la inversión privada, las cláusulas de acción colectiva son una buena alternativa. La participación privada debería de ser una amenaza creíble pero que sólo se aplicase en última instancia, y preferiblemente a través de mecanismos menos traumáticos que la mera quita de deuda (extensión de plazos o reducción de tipos de interés).

### **A nivel doméstico, el proceso de reestructuración del sistema financiero español es necesario para consolidar la confianza y su coste es limitado**

El sistema financiero español está inmerso en uno de los mayores procesos de reestructuración de su historia. Aunque a nivel agregado el sistema es solvente, la elevada heterogeneidad entre entidades hace que algunas de ellas vayan a presentar necesidades de capital durante los próximos dos años como consecuencia de los saneamientos de sus carteras de crédito. Sin embargo, tanto en el escenario más probable como en el de riesgo, estas necesidades se encuentran acotadas y, en caso de tener que satisfacerse parcialmente con capital del Estado, no supondrían un peligro para la sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo, como ha ocurrido en otros países. En todo caso y para apoyar la recapitalización de estas entidades a través de vías privadas, tanto el regulador como el Gobierno han avanzado en una serie de reformas, que aunque faltan detalles al respecto, deberían ayudar a incrementar la información sobre la solvencia de dicha parte del sistema financiero español.

La reestructuración en curso cambiará el modelo tradicional de cajas de ahorro y dejará un sistema financiero con entidades de mayor dimensión, más concentradas y, sobre todo, más solventes. Así, se pasará de 45 cajas de ahorros en 2009 a 17 en los próximos meses; y con unos activos medios por caja de 76 mil millones de Euros, mientras que el tamaño medio en diciembre de 2009 era de 27 mil millones de Euros. Hasta el momento once entidades han recibido apoyo por parte del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) y por el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), por importe de 16 mil millones de Euros. Las ayudas solicitadas al FROB representan un 13% de su capacidad y se han instrumentalizado en su totalidad en la compra de participaciones preferentes convertibles en cuotas participativas.

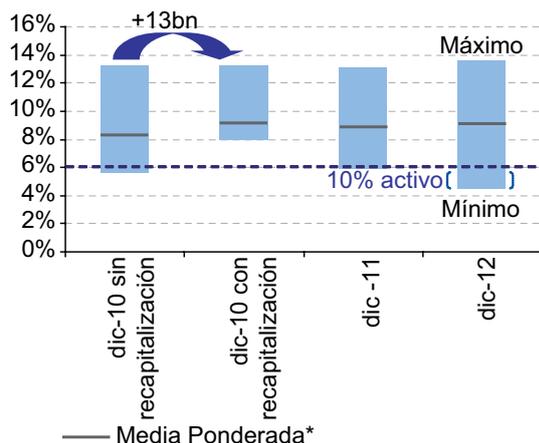
A nivel agregado, el sistema financiero español es solvente, aunque la heterogeneidad entre las distintas entidades ha dado como resultado que algunas necesiten reforzar sus niveles de capital. Por lo tanto, el problema de solvencia español es acotado en tamaño y en número de entidades, incluso frente a los nuevos requisitos de *core capital* del 8% o superiores en algunos casos. Con la información pública disponible a 31 de diciembre de 2010, alcanzar ese nivel de *core capital* daría lugar a unas necesidades adicionales, de capital para un reducido número de entidades, equivalente a unos 13 mil millones de euros. Con esta aportación de capital, que preferiblemente debería ser privado, el sistema en su conjunto quedaría con un *core capital* cercano al 9%, muy por encima de los sistemas bancarios de otros países europeos, por lo que las entidades dispondrían de un colchón de capital relativamente amplio con el que afrontar los saneamientos de sus carteras crediticias durante los próximos trimestres. De hecho, si se simula la evolución de ese *core capital* durante 2011 y 2012 atendiendo a un escenario de pérdidas esperadas similar al contemplado por el CEBS<sup>13</sup>, el *core capital* agregado del sistema superaría el 9% a finales de 2012 y sólo un reducido número de entidades (que supondrían menos del 10% de los activos del sistema financiero español) tendría un *core capital* por debajo del 6%. Incluso en un escenario de riesgo, dichas necesidades de capital seguirían siendo

13: En concreto, se supone que las pérdidas esperadas son del 37,8% en la cartera de activos inmobiliarios adjudicados, del 16,6% en promotores, del 10,1% en consumo y tarjetas, del 5,5% en empresas y corporaciones, y del 1,5% en hipotecas.

limitadas y manejables, lo que, no supondría un inconveniente para la sostenibilidad de medio y largo plazo de la deuda pública si fuese necesario satisfacerlas con fondos públicos. Conviene recordar que, en el caso de España, existe una diferenciación positiva respecto a las hipótesis utilizadas en los escenarios de las pruebas de esfuerzo ya que, el porcentaje de activos incluidos en el ejercicio, y las pérdidas estimadas, ponen de manifiesto que el ejercicio español fue realizado bajo unas condiciones mucho más estrictas que en otros países europeos (véase el Cuadro 2).

Gráfico 32

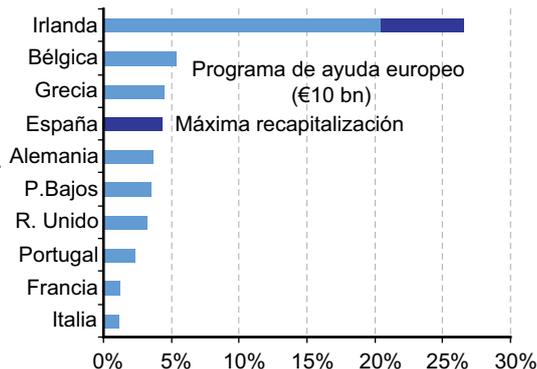
**Simulación de la ratio del Core Capital (% activos ponderados por riesgo)**



\* Ponderación activos.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 33

**Europa: inyecciones de capital público en el sector bancario (en porcentaje del PIB nacional)**



\* Fondos del FROB no constituyen recapitalizaciones como tal, aunque sus efectos son similares.  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

**Características de los test de estrés CEBS, 2010-11 (jun-2010)**

	España	Irlanda
Número de entidades	27	2
% de cobertura de activos	98%	45%
Caída de precios inmuebles comerciales	-65%	-25%
Caída de precios residencial	-24%	-22%
Pérdidas netas (% activos financieros)	4%	1%

Fuente: BBVA Research a partir de CEBS

En cualquier caso, estas cantidades son inferiores a las que ya se han inyectado en otros países europeos, como Austria, Bélgica, Alemania, Holanda o Grecia y, desde luego, están a mucha distancia del 20% del PIB que ya se ha inyectado en los bancos irlandeses. En este sentido, hay que recordar que el sistema financiero español es muy diferente al irlandés. En primer lugar, este último presenta un tamaño excesivo con un porcentaje de activos bancarios sobre PIB que en 2009 llegó al 771%, frente al 357% en España. En segundo lugar, una mejor regulación y supervisión en España ha supuesto que, a pesar de sufrir una caída en el PIB similar, las ratios de morosidad de las entidades españolas se encuentren alrededor del 6%, frente al 10% de las irlandesas<sup>14</sup>. En tercer lugar, el sistema financiero español cuenta con fuentes de financiación diversificadas en contraste con lo que sucede en el irlandés donde la apelación al BCE en términos de PIB se encontraba a finales de 2010 alrededor del 80%, frente a menos del 7% en el caso de España.

A pesar de que en el agregado el sistema es solvente, persisten incertidumbres en los mercados financieros sobre su situación, que deben despejarse cuanto antes. Medidas como los nuevos requisitos de transparencia establecidos por el Banco de España o el nuevo test de estrés europeo deberían ayudar

14: Teniendo en cuenta que las entidades irlandesas estaban transfiriendo sus peores préstamos al National Asset Management Agency (NAMA), sus ratios de morosidad originales serían aún más elevadas.

a disipar estas incertidumbres. Respecto al primer punto, el Banco de España ha pedido a las entidades que hagan público un desglose adicional de sus carteras de crédito promotor y vivienda, además de su posición de liquidez, durante los primeros meses de este año. Estos nuevos requisitos ayudarán a clarificar la exposición de las entidades y su cobertura, lo que permitirá una mayor discriminación entre entidades en los mercados financieros. Por su parte las nuevas pruebas de esfuerzo europeas evaluarán la situación de solvencia y, por primera vez, de liquidez de las entidades, lo que permitirá obtener una imagen más clara de cada una de ellas. Sus resultados se publicarán previsiblemente a mediados de año. Finalmente, las entidades deben continuar el proceso de adaptación de su tamaño al mercado en el que operan. La capacidad instalada de oficinas y empleados debe reducirse para conseguir entidades con menores costes de estructura y con niveles de eficiencia operativa más elevados.

Adicionalmente, los nuevos requisitos de capital propuestos por el Gobierno en el Plan de Reforzamiento del Sector Financiero español recientemente anunciado, que imponen una ratio de *core capital* mínimo del 8%, van en la dirección correcta. Entre sus ventajas destaca el diseño de una hoja de ruta clara para la capitalización, el apoyo a la entrada de capital privado en las entidades financieras, el aumento de la probabilidad de trasladar más negocio financiero a bancos y la posibilidad de la intervención del Banco de España en caso de que sea necesario. Con la aprobación de la nueva normativa antes del final del mes de febrero, se clarificará la definición del *core capital*, y qué entidades tienen que cumplir con unos requisitos de capital más elevados. El cumplimiento de estos requisitos debe servir para aportar a las entidades españolas un margen de maniobra para afrontar los próximos trimestres en una situación más cómoda de solvencia. Una vez se conozca el detalle de las medidas propuestas por el Gobierno y la situación de las entidades, será más fácil valorar el alcance de la propuesta.

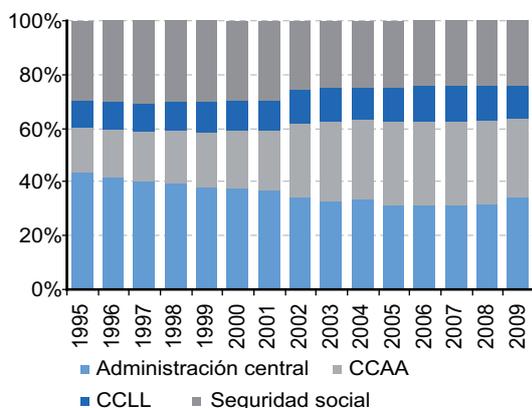
En todo caso, la recapitalización inmediata mediante la entrada de capital privado aumentaría la credibilidad frente a los mercados internacionales, daría lugar a una mayor eficiencia del sistema y, no menos importante, reduciría la presión sobre la deuda pública española. En el caso de que la ayuda del FROB sea inevitable, el cumplimiento de la normativa europea sobre competencia y ayudas del Estado y la normativa española exigirá unos planes rigurosos de saneamiento y reestructuración (que resuelvan el problema de sobredimensionamiento), la no competencia desleal en precios, la profesionalización de los órganos de gobierno y otras medidas que permitan la salida rápida del FROB del capital de las entidades que reciban esas ayudas. La experiencia internacional, por ejemplo el caso de EE.UU., nos ha enseñado que esa salida del capital público puede exigir soluciones específicas para entidades con problemas estructurales de viabilidad. Entre estas soluciones es probable que se tengan que contemplar diversas alternativas de esquemas de protección de activos.

### **Las comunidades autónomas deben cumplir de manera estricta con los presupuestos aprobados para 2011, que reflejan un recorte del gasto corriente en torno al 3%**

Una vez culminado el proceso de descentralización fiscal del Estado a las comunidades, crece la importancia de la consolidación fiscal en las administraciones autonómicas para hacer viable cualquier plan de ajuste en el sector público español. Mientras que en la crisis de los años noventa el sector público autonómico mantenía un tamaño reducido (gestionaba un volumen de gasto en torno al 10% de PIB), a finales de 2009 el gasto de las comunidades autónomas se situó por encima del 17% del PIB, lo que supone gestionar casi el 40% el total del gasto público español. Como consecuencia, la presión de los mercados ante la necesidad de ajustes fiscales se ha concentrado en estas administraciones, multiplicando además las demandas de transparencia en la gestión, de mejoras en la información sobre su actuación y de aumentos de eficiencia.

Gráfico 34

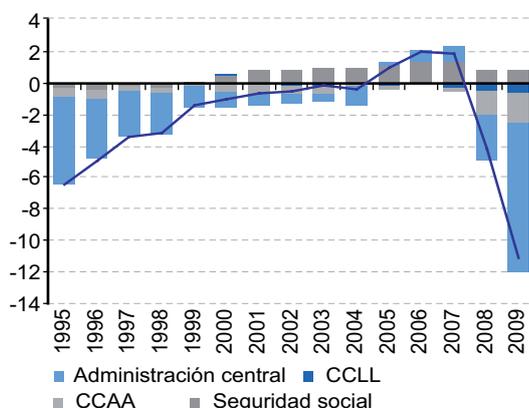
**España: distribución del gasto público por administración**



Fuente: BBVA Research a partir de EUROSTAT

Gráfico 35

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



Fuente: BBVA Research a partir de EUROSTAT

El proceso de consolidación fiscal en el que se halla inmerso el conjunto de administraciones públicas españolas tiene reflejo en los presupuestos aprobados por las comunidades autónomas para el presente año, que incorporan por primera vez la totalidad de los recursos del nuevo Sistema de Financiación Autonómica<sup>15</sup>, lo que supone un mayor nivel de autonomía financiera, pero también un mayor nivel de (co)responsabilidad fiscal. Esto implica que se reduce la dependencia de las transferencias estatales, centrando la financiación de las competencias autonómicas en los ingresos tributarios. Pese a ello, y al incremento de la presión fiscal en algunas comunidades, los ingresos estimados para 2011 reflejan una ligera caída respecto a las previsiones iniciales de 2010.

La combinación de este comportamiento de los ingresos autonómicos con las necesidades de consolidación fiscal ha dado lugar a unos presupuestos con importantes recortes de gasto a nivel regional, hasta el punto que, de acuerdo con los datos publicados, por primera vez se prevé una contracción del volumen de gasto sobre el PIB. Así, según las cifras publicadas en sus presupuestos, las comunidades autónomas gestionarán durante el próximo ejercicio un gasto superior a los 165 mil millones de euros (equivalente a un 15% del PIB), observándose un recorte del gasto autonómico de casi el 6% respecto a lo previsto en los presupuestos de 2010. Si atendemos a la estructura del gasto no financiero, las mayores disminuciones se concentran en los gastos de capital, y en menor medida, en los gastos de funcionamiento (gastos de personal y gastos en bienes y servicios), los cuales en conjunto acumulan más del 60% del total de gasto autonómico. Lo anterior es fundamental, ya que dota de credibilidad una buena parte del ajuste, al apoyarse en medidas que ya han sido tomadas (reducción de 5% en los salarios públicos) o que serán más fáciles de implementar (recortes en la inversión).

15: En el nuevo sistema de financiación se incrementan los porcentajes de cesión que pasan, del 33% al 50% en el IRPF, del 35% al 50% en el IVA y del 40% al 58%; en los Impuestos especiales de fabricación; se crea el fondo de garantía de servicios públicos fundamentales y el fondo de suficiencia global para garantizar la suficiencia en la financiación de todas las competencias transferidas; y además, se crean otros dos fondos de convergencia, el de competitividad y el de cooperación, con el fin de reducir las diferencias de financiación entre comunidades.

Gráfico 36

**CC.AA.: Estructura de los gastos no financieros y créditos iniciales**

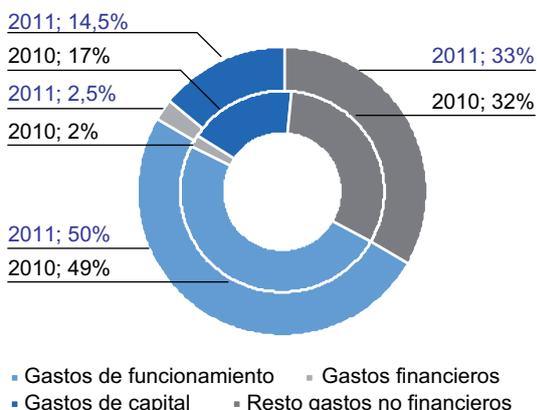
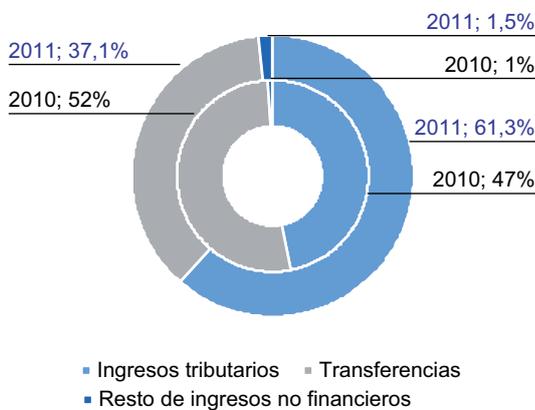


Gráfico 37

**CC.AA.: Estructura de los ingresos no financieros y previsiones iniciales**



Fuente: BBVA Research a partir de presupuestos autonómicos

Fuente: BBVA Research a partir de presupuestos autonómicos

En este contexto de ajuste del gasto y de crecimiento moderado de los ingresos esperados, las comunidades autónomas prevén generar a lo largo del presente año un ahorro corriente de algo más de 3 mil millones de euros (casi un 0,3% del PIB), mejorando sustancialmente sus previsiones de 2010, ya que tan sólo tres comunidades (Canarias, Extremadura y Murcia) estiman que registrarán un ahorro negativo. Por su parte, las inversiones (tanto directas como indirectas, vía transferencias de capital) exhiben un importante recorte respecto al ejercicio anterior de más del 19%. Como resultado, las comunidades autónomas han presentado sus presupuestos con un déficit no financiero global en torno al 1,3% del PIB, en cumplimiento con el objetivo de estabilidad fijado para 2011.

Los presupuestos para 2011 presentan planes ambiciosos de ajuste y son factibles, aunque para alcanzar esos objetivos será necesario un esfuerzo contundente y un cumplimiento estricto por parte de todas y cada una de las Comunidades. A este respecto, aunque es muy probable que el déficit de 2010 haya estado muy cerca del objetivo planteado, es posible que los resultados finales muestren una heterogeneidad importante respecto al grado de cumplimiento de los objetivos de estabilidad acordados en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF). Por lo tanto, ha sido especialmente positiva la puesta en marcha de los diversos mecanismos de control existentes, entre los que destacan, además de las autorizaciones para la emisión de deuda, el requerimiento de elaboración de un plan de ajuste que permita recuperar la senda de estabilidad presupuestaria. En esta sentido, y pese al esfuerzo adicional que ello supone, cabe esperar mayores recortes de gasto, derivados de la incorporación de algunas medidas como las recientemente anunciadas por Cataluña de reducir en un 10% su gasto, que también anunciarán Murcia o Castilla-La Mancha<sup>16</sup>. Si durante el año vuelven a surgir incertidumbres respecto al grado de cumplimiento de algún gobierno regional, será importante que el Estado actúe con la misma decisión que ha actuado hasta ahora y a ser posible, de manera preventiva.

Con estas previsiones, y bajo el supuesto de que Cataluña ajuste su presupuesto al objetivo del 1,3% establecido, el nivel de endeudamiento del conjunto de comunidades autónomas podría incrementarse en algo más de un punto porcentual del PIB. Si a ello le sumamos el importe de las amortizaciones previstas para 2011 y la parte del déficit de 2010 que no han podido financiar en dicho año, las necesidades brutas de endeudamiento del sector público autonómico español podrían llegar a elevarse a unos 35 mil millones de euros, con lo que la deuda pública autonómica se situaría por debajo del 14% a finales de 2011, lejos todavía de los niveles registrados por otras regiones europeas con *rating* similares.

16: En el momento de cierre de esta publicación, estas tres regiones se encuentran elaborando los planes de ajuste, que deben ser aprobados por el Ministerio de Economía y Hacienda.

Cuadro 3

**Principales ratios presupuestarias del sector público autonómico. Presupuestos iniciales de 2011**

	Ahorro bruto (AB)		Esfuerzo inversor (EI)		Saldo no financiero (SNF)		Carga financiera (CF) (% CF/IC)	Nec. endeudamiento neto (mill.euros)
	Mill. euros	% AB/IC	Mill. euros	% EI/GNF	Mill. euros	% SNF/IC		
<b>Régimen Común</b>								
Andalucía	317	1,3	5.386	17,8	-2.294	-9,1	7,7	2.064
Aragón	14	0,3	751	14,6	-465	-10,6	6,3	457
Asturias	35	1,0	906	21,6	-388	-11,7	6,5	352
Canarias	-264	-4,9	912	13,8	-598	-11,0	7,4	594
Cantabria	115	5,9	389	17,4	-205	-10,5	11,1	189
Castilla y León	255	3,2	1.905	19,6	-837	-10,4	5,0	672
Castilla-La Mancha	582	7,8	1.691	19,8	-473	-6,4	1,7	473
Cataluña	nd		nd		nd		nd	nd
Co.Valenciana	364	3,1	1.927	14,5	-1.170	-10,0	5,6	1.151
Extremadura	-13	-0,3	957	18,9	-420	-10,3	4,6	475
Galicia	295	3,4	1.603	16,0	-624	-7,2	7,0	513
Illes Balears	1	0,0	674	19,3	-622	-22,0	6,8	622
La Rioja	47	4,4	219	17,8	-116	-11,0	5,3	112
Madrid	731	4,5	1.140	6,8	-242	-1,5	7,3	-951
Murcia	-48	-1,2	691	14,5	-356	-8,8	4,6	298
<b>Régimen Foral</b>								
Navarra	558	14,5	873	21,0	-289	-7,5	1,6	289
País Vasco	286	3,2	1.445	14,2	-831	-9,2	3,7	645
<b>Total CCAA</b>	<b>3.274</b>	<b>2,8</b>	<b>21.470</b>	<b>15,8</b>	<b>-9.931</b>	<b>-8,5</b>	<b>6,0</b>	<b>7.954</b>

Nota: A fecha de cierre de la revista el presupuesto de la Comunidad Autónoma de Cataluña continuaba en proceso de elaboración.

GNF: gastos no financieros; IC: ingresos corrientes.

Fuente: BBVA Research a partir de los presupuestos autonómicos

## La reforma del sistema de pensiones mejora las perspectivas sobre las finanzas públicas a medio plazo, pero probablemente requerirá ajustes adicionales

La necesidad de una reforma del sistema de pensiones español ha sido ampliamente documentada en los últimos años<sup>17</sup>. A pesar de que en la fase expansiva del último ciclo económico se ha observado un superávit en el sistema, las previsiones demográficas apuntan a que la tasa de dependencia empeorará significativamente, al mismo tiempo que la esperanza de vida se incrementa año tras año. Esto hace que las previsiones de gasto tengan un incremento superior al que se estima tendrán los ingresos durante los próximos años. Dada la necesidad de mejorar la percepción respecto a las necesidades de financiación presentes y futuras del Gobierno, éste ha dado a conocer las líneas principales del Anteproyecto de Ley sobre Actualización, Adecuación y Modernización del Sistema de la Seguridad Social, fruto de un importante acuerdo social alcanzado con sindicatos y organizaciones empresariales.

A este respecto, las medidas ahí introducidas tienen como principal objetivo reducir las perspectivas de crecimiento del gasto dentro del sistema y, dados los anuncios realizados, es muy posible que lo hagan. En particular, entre las medidas destacan el incremento efectivo de la edad de jubilación (de 65 a 67 años, o de 61 a 63 años para la jubilación anticipada), la transición hacia la utilización de un

17: Véase, por ejemplo, J. Alonso y J. A. Herce (2003): "Balance del sistema de pensiones y boom migratorio en España. Proyecciones del modelo MODPENS de FEDEA," Documento de Trabajo 2003-02, FEDEA; M. Balmaseda, A. Melguizo y D. Taguas (2006): "Las reformas necesarias en el sistema de pensiones contributivas en España," Moneda y Crédito 222; R. Doménech y A. Melguizo (2008). "Projecting pension expenditures in Spain: on uncertainty, communication and transparency," en D. Franco (ed.), Fiscal Sustainability: Analytical Developments and Emerging Policy Issues. Banca d'Italia; A. de la Fuente y R. Doménech (2010): "Ageing and Real Convergence: Challenges and Proposals", en J. F. Jimeno (ed.), Spain and the euro. The first ten years, Bank of Spain; o J. Díaz Giménez y J. Díaz Saavedra (2006). "The demographic and educational transitions and the sustainability of the Spanish public pension system." Moneda y Crédito (222).

mayor período de cotización para calcular las pensiones (de 15 a 25 años) y un aumento en el número de años para tener derecho al 100% de la pensión (de 35 a 38,5 años). Aunque no es un acuerdo de máximos, todas estas medidas en su conjunto ayudarán a mejorar significativamente la posición del sistema a medio plazo respecto a la situación actual.

La valoración de las restantes modificaciones dependerá de cómo se concreten o se modifiquen algunos de sus detalles durante el trámite en el Parlamento. En particular, se busca integrar en el régimen general a los cotizantes de regímenes especiales (agrario y autónomos) e incentivar la prolongación de la vida laboral con incrementos proporcionales en la pensión por año trabajado.

A falta de conocer esos detalles que permitan realizar una evaluación cuantitativa más precisa, existen algunos elementos que podrían limitar el potencial efecto positivo de la reforma. En primer lugar, puesto que el periodo de transición de 2013 a 2027, hasta que los cambios tengan efectos plenos, es necesariamente largo para que los agentes económicos puedan acomodarse con tiempo sus decisiones económicas, la reforma no elimina totalmente la posibilidad de que el sistema pueda entrar en déficit antes de que acabe ese periodo transitorio. A este respecto, el Gobierno ha anunciado que a partir de 2027 se revisarán cada cinco años los "parámetros del sistema" en función de la evolución de la expectativa de vida, para garantizar su sostenibilidad financiera. Sería positivo que dicha evaluación se comenzara a realizar lo antes posible, durante el periodo de transición, para evitar que el sistema de pensiones pueda entrar en déficit antes de 2027, y que la revisión se haga en función de todas las variables que afectan a la sostenibilidad financiera del sistema. En segundo lugar, sería conveniente que la reforma facilite la futura implementación de medidas que permitan mejorar la información de los trabajadores sobre los derechos futuros generados, algo que sí ocurre en un sistema de cuentas personales y que les permitiría tomar las decisiones de trabajo y ahorro más adecuadas para garantizar el tipo de pensión que deseen. Finalmente, existe la posibilidad de que la reforma pueda encarecer el empleo juvenil en el corto plazo ya que se espera que las empresas que financien programas de formación o investigación deban cotizar a la Seguridad Social por los beneficiarios, con equiparación total al contrato formativo. Siendo ésta una medida necesaria para incentivar la acumulación de capital humano en nuestra economía, para evitar este encarecimiento y la disminución de la demanda de este tipo de contratos es necesario que los salarios internalicen, al menos parcialmente, los derechos futuros generados por las cotizaciones.

La reforma de las pensiones en España guarda algunas semejanzas con la realizada en Alemania. El rasgo más significativo es el aumento de la edad normal de jubilación hasta los 67 años y el largo periodo que se establece para su instauración completa (hasta 2027 en España y 2029 en Alemania). Sin embargo, existen numerosos elementos que muestran que la reforma alemana ha sido más ambiciosa que la española. En materia de jubilaciones anticipadas, por ejemplo, en España sería posible jubilarse a los 63 años con 33 años cotizados (o a 61 años si se alega crisis empresarial), mientras que en Alemania serían necesarios 35 años a la edad de 63. Otra diferencia importante es que en Alemania se está aplicando en la actualidad un factor corrector sobre la pensión para mantener su sostenibilidad financiera, mientras que en España sólo se aplicaría dicho factor a partir de 2007. Finalmente, la previsible disminución de la tasa de sustitución derivada de estas reformas, vendrían compensadas en Alemania con fuertes incentivos fiscales a la aportación voluntaria a planes de pensiones que pueden aportar hasta 20 puntos de tasas de sustitución adicionales. En el caso de España, la instauración de un tercer pilar con un mayor grado de cobertura se estudiará en el futuro.

Cuadro 4

**Reforma del sistema de pensiones: España vs. Alemania**

España	Alemania	España	Alemania	España	Alemania
<b>Edad oficial de jubilación</b>		<b>Número de años cotizados en edad oficial con el 100% base reguladora</b>		<b>Tasa de sustitución pensión pública antes de la reforma</b>	
67	67	38.5	45	81,2	48%
<b>Edad de jubilación anticipada</b>		<b>Número de años cotizados para jubilación anticipada</b>		<b>Tasa de sustitución pensión pública después de la reforma</b>	
61/63	63	33	35	69e	43%
<b>Factor corrector de sostenibilidad</b>		<b>Años de bonificación por hijos a cargo</b>		<b>Cobertura de la población con el tercer pilar</b>	
A partir de 2027	Sí	2	3	7%	64%

e: valor estimado  
Fuente: BBVA Research

## El gobierno acelera el paso con reformas encaminadas a mejorar la competitividad de la economía española

Durante los últimos meses, junto a los procesos de reestructuración del sector financiero, a la reforma de pensiones y al cumplimiento de los objetivos fiscales, el Gobierno ha anunciado una serie de reformas encaminadas a mejorar la competitividad de la economía española a medio plazo en varios frentes: disminuyendo algunos tributos de las empresas, reduciendo los elevados costes administrativos de iniciar una empresa o promoviendo la privatización parcial de ciertas empresas públicas.

Las medidas son bienvenidas y constituyen un paso en la dirección adecuada. Sin embargo, en el caso de la disminución en el Impuesto de sociedades, la reforma penaliza el tamaño de las empresas, al limitar la disminución de la carga impositiva a las PYMES. Respecto a las privatizaciones, el Gobierno deberá avanzar en el marco legal, en las relaciones laborales y en fomentar la eficiencia en empresas públicas para poder maximizar el ingreso por participaciones que son minoritarias y que, por lo tanto, no dan control de gestión. Por otro lado, el Gobierno también ha anunciado una disminución de los costes administrativos para las empresas, que debería ser especialmente intensa en todos los niveles de la Administración, dada la desventaja comparativa a la que se enfrentaban respecto a sus competidoras en países desarrollados (véase los Cuadros 5 y 6).

Cuadro 5

### Ránking de España en el "Doing Business 2011"\*/

Facilidad de hacer negocio	49
Cerrar un negocio	19
Trámites de permisos de construcción	49
Cumplir contratos	52
Registrar propiedad	54
Comercio entre fronteras	54
Pagar impuestos	71
Proteger a Inversores	93
<b>Iniciar una empresa</b>	<b>147</b>

\*/ Para detalles de metodología, véase Banco Mundial, Doing Business 2011.  
Fuente: Banco Mundial

Cuadro 6

### Indicadores de "Doing Business 2011" para calcular la facilidad de iniciar una empresa

	OCDE	España
Procedimientos (número)	5,6	10
Tiempo (días)	13,8	47
Costo (% de ingreso per cápita)	5,3	15,1
Pago Mínimo de Capital (% de ingreso per cápita)	15,3	13,5

\* Para detalles de metodología, véase Banco Mundial, Doing Business 2011.  
Fuente: Banco Mundial

## La continuación del proceso reformador será fundamental para fomentar la transición a un nuevo modelo productivo

En suma, el Gobierno está dando pasos adelante en un proceso reformador que debería servir para aumentar el crecimiento potencial de la economía española. No obstante, la reorientación del modelo de crecimiento requiere la implementación de reformas estructurales muy ambiciosas que favorezcan la expansión de nuevos sectores, más productivos y con mayor generación de empleo.

En el momento actual, una parte relevante del tejido empresarial español se encuentra relativamente bien posicionada para ser protagonista de este cambio<sup>18</sup>. En concreto, en el Cuadro 6 se han seleccionado una serie de sectores en los que las empresas españolas se comparan positivamente con sus homólogas europeas en algunos aspectos clave para el modelo económico de los próximos años tales como: el grado de endeudamiento, la rentabilidad, la apertura a la demanda externa y el peso actual dentro del conjunto de la economía. La selección está basada en la evidencia de que el desarrollo de un nuevo patrón de crecimiento necesita de la potenciación de ramas de actividad que puedan ser desarrolladas con mayores recursos propios, presenten una rentabilidad relativamente elevada y sean atractivas para la demanda externa.

18: Para un análisis más detallado véase "Sectores de Futuro de la Economía Española", BBVA Research, Observatorio económico, enero 2011

Cuadro 7

**Indicadores sectoriales en perspectiva internacional comparada**

	Endeudamiento		Rentabilidad		VAB Real	Exportaciones
	España	Media (AL-FR-IT)	España	Media (AL-FR-IT)	Peso en el VAB español	Peso en las exportaciones españolas
Hoteles y restaurantes	56,2	58,8	8,9	4,0	7,3	14,5
Programación, consultoría y actividades relacionadas	57,5	49,5	6,0	5,4	7,1	9,2
Comercio al por menor, excepto de vehículos de motor	57,3	62,7	4,5	2,0	6,4	
Transporte	42,2	51,9	7,4	2,4	5,6	5,7
Comercio al por mayor e intermediarios del comercio, excepto de vehículos de motor	61,5	62,8	3,2	2,4	4,1	
Correos y telecomunicaciones*	62,6	61,4	19,7	0,2	4,0	0,5
Electricidad, gas y suministro de agua	51,2	42,7	14,7	8,7	3,7	0,6
Elaboración de productos alimenticios, bebidas y tabaco	54,1	54,4	7,3	3,5	2,7	9,4
Metales básicos y metales fabricados	43,3	55,0	6,4	4,6	2,6	4,7
Automóviles y equipos de transporte	63,6	53,1	0,7	0,2	2,2	14,7
Fabricación de sustancias y productos químicos	54,3	47,2	5,5	5,9	1,7	8,9
Fabricación de maquinaria y aparatos eléctricos	61,4	49,9	6,1	4,3	0,8	4,4
Industria textil	51,8	54,6	4,0	4,2	0,7	2,9
Fabricación de maquinaria de oficina	56,9	33,5	1,7	0,7	0,1	0,9
<b>TOTAL</b>					<b>49,0</b>	<b>76,4</b>

Endeudamiento: Recursos ajenos como porcentaje del activo total, media anual (2000-2007). A partir de la base de datos Bach.

Rentabilidad: beneficio neto en porcentaje de la facturación neta, media anual (2000-2007). A partir de la base de datos Bach.

\* Media (AL-IT).

VAB Real: a partir de datos de INE ( VAB del sector como % del VAB en 2008).

Exportaciones: a partir de datos de OCDE y DATACOMEX, 2008. Servicios representan el 33,8% de las exportaciones totales.

Fuente: BBVA Research a partir de BACH, INE y DATACOMEX

Como se desprende del Cuadro 7, numerosos sectores de la economía española presentan niveles de endeudamiento similares a los observados en las economías de nuestro entorno, por lo que el proceso de desapalancamiento no les afectará de manera significativa, además de mostrar niveles de rentabilidad generalmente por encima de la media europea. Este conjunto de sectores, que supone cerca del 80% del mercado exportador doméstico, ha sido clave para que las exportaciones españolas no perdieran cuota de mercado en el comercio mundial tras la adopción del euro. Adicionalmente, dichas actividades han alcanzado una escala importante en el tejido productivo español en términos de VAB, atrayendo inversión extranjera directa, y posicionando a España entre los principales países receptores con un 3,4% de los flujos de inversión mundial en los últimos años.

Dada la buena posición de partida de una gran parte del sector empresarial español, es de vital importancia que el Gobierno ayude con la adopción de reformas estructurales que favorezcan su expansión y eleven su tasa de crecimiento potencial. De particular importancia serán aquellas que permitan una ambiciosa implementación de la reforma laboral, incrementen la competitividad, promuevan un desapalancamiento ordenado del sector privado, disminuyan las necesidades de financiación de la economía y mejoren la calidad del capital humano.

### Una agenda ambiciosa que incluya reformas encaminadas a mejorar la competitividad de la economía española ligando salarios con productividad

Respecto a los siguientes pasos a seguir, el Gobierno ha puesto una fecha límite para que los agentes sociales se pongan de acuerdo sobre modificaciones que mejoren el proceso de negociación colectiva. Como ya se ha mencionado en anteriores publicaciones de Situación España, esta reforma es clave y su resultado debe permitir una mayor relación entre salarios y productividad, comenzando por reducir la

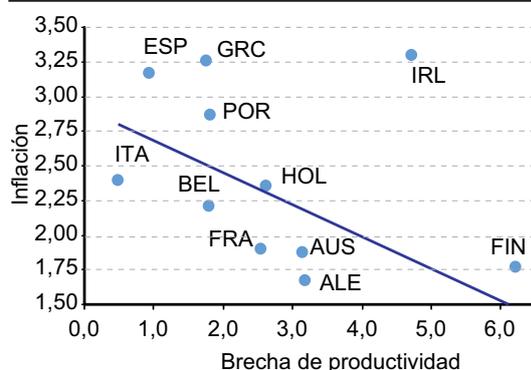
importancia de la indicación a la inflación de los salarios, y fomentando su negociación a nivel de sector y empresa. En particular, las cláusulas de revisión salarial tenían sentido en un entorno de alta inflación doméstica, un tipo de cambio flexible y una economía cerrada. Cuando el incremento en precios era elevado y presentaba gran volatilidad, existían costes de renegociación de contratos y se contaba con mecanismos de ajuste alternativos para mantener la competitividad (devaluación del tipo de cambio), y disponer de mecanismos de indicación salarial tenía un coste menor que en la actualidad.

Sin embargo, durante los últimos 20 años la incertidumbre respecto al nivel de inflación se ha reducido considerablemente. Más aún, a pesar de los múltiples beneficios que ha tenido para el país la entrada en el euro, esto ha significado la pérdida de una herramienta de política macroeconómica que podía utilizarse para mantener la competitividad a corto plazo de la economía como consecuencia de perturbaciones reales. Esta flexibilidad se ha perdido y debe ser remplazada por otros mecanismos que permitan ajustes eficientes en la economía española.

En este contexto, el objetivo de la modernización de la negociación colectiva debe ser que los incrementos salariales reflejen la productividad de los trabajadores y la situación económica de las empresas (véase el Gráfico 38). Lo anterior es particularmente importante en un entorno en el que las empresas españolas necesitan ser más competitivas: cuando los salarios aumentan en función de la productividad real y los beneficios empresariales lo hacen a la misma tasa, los precios se pueden mantener constantes, evitando presiones inflacionistas. Así, los salarios no pierden capacidad adquisitiva. Por el contrario, cualquier intento de que los salarios nominales crezcan por encima de la productividad termina provocando sólo una de las dos situaciones siguientes: 1) que la inflación aumente hasta compensar el alza nominal de los salarios por encima de la productividad real, lo que impediría, por tanto, una ganancia de poder adquisitivo real y que resultaría en una pérdida de competitividad respecto a nuestros principales socios comerciales; o 2) que la inflación aumente menos que en la situación anterior, pero a costa de una mayor tasa de desempleo, un aumento de la informalidad y un deterioro en la distribución del ingreso, puesto que los trabajadores que mantienen sus puestos de trabajo ganarían poder adquisitivo mientras que los que pasan a estar desempleados sufren una importante disminución de su renta. De esta forma, el Gráfico 39 muestra como, en promedio anual, la economía española soportó una mayor presión inflacionista que los restantes países de la UEM12 durante la última década a raíz del desfase existente entre crecimiento de la productividad e inflación salarial.

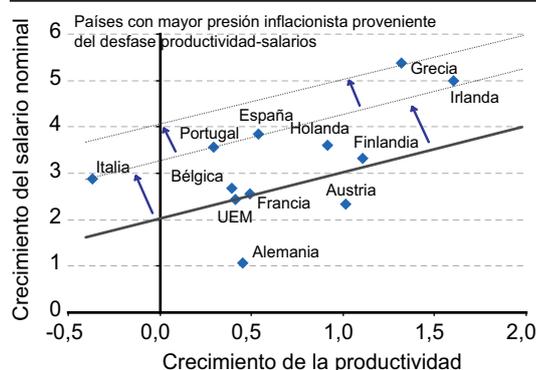
Por lo tanto, la mejor forma de proteger el empleo y la capacidad adquisitiva de los trabajadores debe ser a través de una mayor flexibilidad y eficiencia de los procesos de negociación, que les permita a ellos y a las empresas fijar los incrementos salariales tomando en cuenta no sólo la inflación sino diversos factores específicos de su sector o situación económica. Para lograr lo anterior, la eliminación de las cláusulas de indicación salarial en los convenios debe verse acompañada por medidas de aumento de la competencia. Esto haría que, en el medio y largo plazo se cumpla la relación entre salarios y productividad, sin costes adicionales en términos de empleo, eficiencia o distribución del ingreso.

Gráfico 38  
**Inflación y crecimiento de la productividad (comercializables vs. no comercializables) (Media 1999-2008)**



Fuente: AMECO y BBVA Research

Gráfico 39  
**Diferencial de crecimiento entre salario y productividad por empleado, promedio anual 2000-2009 (%)\***



\* La productividad se contabiliza como PIB dividido por el número de empleados (preferiblemente a tiempo completo cuando el dato está disponible). UEM corresponde a área euro-12. Fuente: BBVA Research a partir de AMECO

## 5. Cuadros

Cuadro 8

### Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

Fecha de cierre: 31 de Enero de 2011

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

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

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	3,6	3,2	3,2	3,4	3,8
UEM	4,0	3,3	2,8	3,1	3,1

Fecha de cierre: 31 de Enero de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

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

Dólares (\$) por moneda nacional	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos (EUR por USD)	0,68	0,72	0,76	0,79	0,78
UEM	1,47	1,39	1,33	1,27	1,29
Reino Unido	1,82	1,56	1,55	1,53	1,52
China	6,95	6,83	6,77	6,46	6,10

Fecha de cierre: 31 de Enero de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 11

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	0,61	0,25	0,25	0,25	0,50
UEM	2,73	1,00	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,31	5,81	6,56	7,06

Fecha de cierre: 31 de Enero de 2011  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 12

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Consumo hogares	0,3	-1,0	0,7	1,0	1,5
Consumo AA.PP.	2,2	2,4	0,7	0,4	0,7
FBCF	-0,9	-11,3	-1,0	1,6	2,0
Equipo y otros productos	0,8	-15,9	2,5	2,8	3,2
Equipo	0,7	-17,6	3,6	2,7	3,0
Construcción	-2,2	-7,8	-3,5	-0,2	0,8
Vivienda	-4,7	-10,7	-3,3	-0,1	0,7
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>
Exportaciones	0,7	-13,1	9,7	6,9	5,7
Importaciones	0,8	-11,8	9,9	5,6	4,9
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>
<b>PIB pm (% a/a)</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>
<b>Pro-memoria</b>					
PIB sin inversión en vivienda	0,7	-3,7	2,0	1,8	1,8
PIB sin construcción	0,7	-3,6	2,3	1,9	1,9
Empleo total (EPA)	0,9	-1,8	-0,4	0,4	0,6
Tasa de Paro (% Activos)	7,6	9,5	10,0	10,0	9,9
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-1,1	-0,7	-0,5	0,0	0,1
Saldo de las AA.PP. (% PIB)	-2,0	-6,3	-6,5	-4,7	-3,9
IPC media anual	3,3	0,3	1,6	1,8	1,6

(\*) Contribución al crecimiento del PIB  
Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 13

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

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Actividad</b>					
PIB real a precios de mercado	0,9	-3,7	-0,2	0,9	1,9
Consumo Privado	-0,6	-4,3	1,1	0,2	1,2
Consumo Público	5,8	3,2	0,0	-0,6	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-4,8	-16,0	-7,6	-2,9	3,4
Bienes de equipo	-2,5	-24,5	1,5	0,7	5,5
Construcción	-5,9	-11,9	-11,1	-5,3	2,3
Vivienda	-10,7	-24,5	-17,3	-7,1	4,1
Resto	-0,8	-0,1	-6,7	-4,1	1,0
Otros Productos	-4,1	-16,2	-7,7	0,3	4,2
Variación de existencias (*)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-0,6	-6,4	-1,1	-0,7	1,4
Exportación bienes y servicios	-1,1	-11,6	9,0	9,1	7,0
Importación bienes y servicios	-5,3	-17,8	4,4	2,0	4,6
Saldo exterior neto (*)	1,5	2,7	1,0	1,6	0,5
PIB a precios corrientes	3,3	-3,1	0,9	2,7	3,2
Miles de millones de euros	1088,1	1053,9	1063,2	1091,5	1126,4
<b>Precios y Costes</b>					
Deflactor del PIB	2,4	0,6	1,1	1,8	1,3
Deflactor consumo hogares	3,5	0,1	2,5	1,7	1,0
IPC	4,1	-0,3	1,8	1,9	1,3
Remuneración por asalariado	6,3	4,1	1,2	2,2	2,6
Coste laboral unitario (CLU)	4,9	1,0	-1,0	1,1	1,6
<b>Sector exterior</b>					
Balanza comercial (% PIB)	-8,0	-4,3	-4,1	-2,7	-2,4
Balanza por Cuenta Corriente (% PIB)	-9,7	-5,5	-4,5	-3,1	-2,8
<b>Sector público</b>					
Deuda (% PIB)	39,8	53,2	62,8	67,7	70,6
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,1	-11,2	-9,0	-6,0	-4,5
<b>Mercado de trabajo</b>					
Población activa, EPA	3,0	0,8	0,2	0,5	0,4
Empleo EPA	-0,5	-6,8	-2,3	-0,2	1,1
Variación en miles de personas	-98,3	-1369,7	-431,5	-34,7	199,6
Empleo CNTR (tiempo completo)	-0,5	-6,6	-2,3	-0,3	0,9
Tasa de Paro (% Población activa)	11,3	18,0	20,1	20,6	20,1
Productividad	1,4	2,9	2,2	1,1	0,9
<b>Hogares</b>					
Renta disponible real	2,4	1,6	-5,0	-1,7	1,9
Renta disponible nominal	6,0	1,7	-2,6	0,0	3,0
Tasa de ahorro (% renta nominal)	13,5	18,1	12,7	11,1	11,7

(\*) Contribución al crecimiento del PIB

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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España y Europa:

*Economista Jefe***Rafael Doménech**

+34 91 537 36 72

r.domenech@grupobbva.com

## España

**Miguel Cardoso**

+34 91 374 39 61

miguel.cardoso@grupobbva.com

**Mónica Correa**

+34 91 374 64 01

monica.correa@grupobbva.com

## Europa

**Miguel Jiménez**

+34 91 537 37 76

mjimenezg@grupobbva.com

**Juan Ramón García**

+34 91 374 33 39

juanramon.gj@grupobbva.com

**Félix Lores**

+34 91 374 01 82

felix.lores@grupobbva.com

**Virginia Pou**

+34 91 537 77 23

virginia.pou@grupobbva.com

**Pep Ruiz**

+34 91 537 55 67

ruiz.aguirre@grupobbva.com

**Camilo Andrés Ulloa**

+34 91 537 84 73

camiloandres.ulloa@grupobbva.com

**Isabel Mohedano**

+34 91 374 62 66

isabel.mohedano@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

+34 91 374 33 42

arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

+34 91 374 58 87

juan.ruiz@grupobbva.com

Pensiones

**Javier Alonso**

+34 91 537 67 65

javier.alonso.meseguer@grupobbva.com

**Macarena Ruesta**

+34 91 374 33 21

esperanza.ruesta@grupobbva.com

Escenarios Financieros

**María Martínez Álvarez**

+34 91 537 66 83

maria.martinez.alvarez@grupobbva.com

**Carlos Corcostegui**

+34 91 374 88 99

carlos.corcostegui@grupobbva.com

**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@grupobbva.com

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

ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

**Henrik Lumholdt**

henrik.lumholdt@grupobbva.com

*España y Europa:***Rafael Doménech**

r.domenech@grupobbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

México

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Daniel Navia**

daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

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

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@grupobbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: M-31254-2000