



BBVA

RESEARCH

Situación España

Segundo trimestre 2011

Madrid, 11 de mayo de 2011

Mensajes, entorno internacional

- 1** **Petróleo y crecimiento mundial:** los precios del petróleo se mantendrán altos en 2011, pero el efecto sobre el crecimiento global será leve. Las economías emergentes continuarán apoyando el crecimiento mundial
- 2** **Economías emergentes:** se mantienen las preocupaciones por el recalentamiento, especialmente en Latam por el empuje de las materias primas
- 3** **Política monetaria y tipo de cambio:** el aumento de la inflación adelantará las subidas de tipos, más en Europa que en EEUU. El euro se mantendrá sobrevalorado frente al dólar en el corto plazo
- 4** **Crisis de deuda soberana en Europa:** las cumbres de marzo han logrado avances, pero no han abordado las dudas sobre la solvencia de algunos países periféricos, por lo que sus diferenciales se mantendrán elevados ante esta indefinición

Mensajes, España

- 1 El impulso reformador compensa parcialmente** los riesgos a la baja en actividad provenientes del aumento en el precio del petróleo y el alza en tipos de interés. La economía crecerá un 0,9% en 2011 y un 1,6% en 2012. La creación neta de empleo podría comenzar en la segunda mitad de este año
- 2 La prima de riesgo está por encima de sus fundamentales** y disminuiría con la resolución de los problemas de solvencia de algunos países en Europa, el cumplimiento de los objetivos de déficit, la recapitalización rápida y con fondos privados del sistema financiero y una reforma de calado de la negociación colectiva
- 3 Las CC.AA. deben demostrar un compromiso irrestricto** con las metas fiscales. Presupuestos plurianuales, reglas que ligen el gasto al crecimiento del PIB tendencial y la creación de instituciones imparciales que vigilen el cumplimiento de los objetivos disminuirían la incertidumbre fiscal significativamente
- 4 La intensidad de la recuperación** aumentará con la ambición del proceso reformador



Índice

Sección 1

Entorno internacional: recuperación, perturbaciones globales y vulnerabilidades

Sección 2

Perspectivas para la economía española 2011-2012: continúa la lenta recuperación

Sección 3

Los retos de la economía española

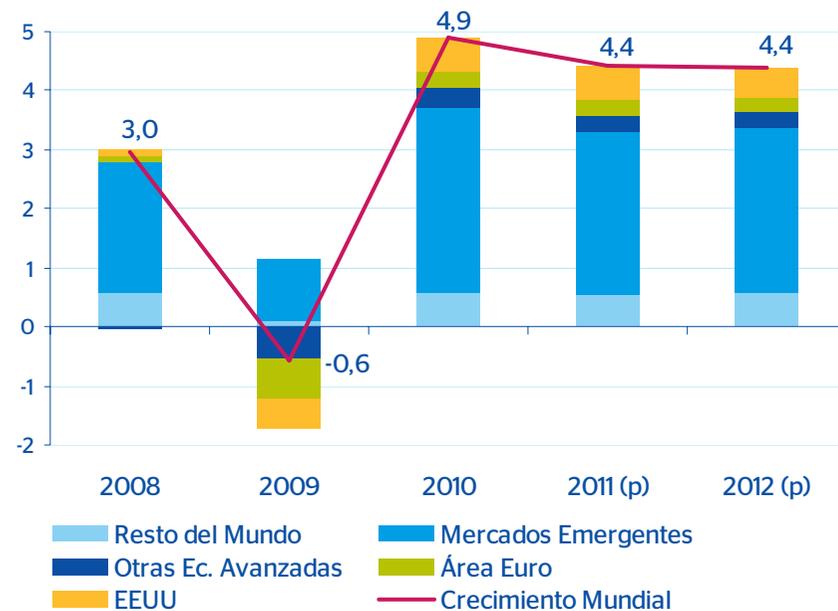
Sección 1

Previsiones de crecimiento mundial

- La economía mundial crecerá un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, impulsada por las economías emergentes
- Los precios actuales del petróleo apenas afectarán al crecimiento mundial

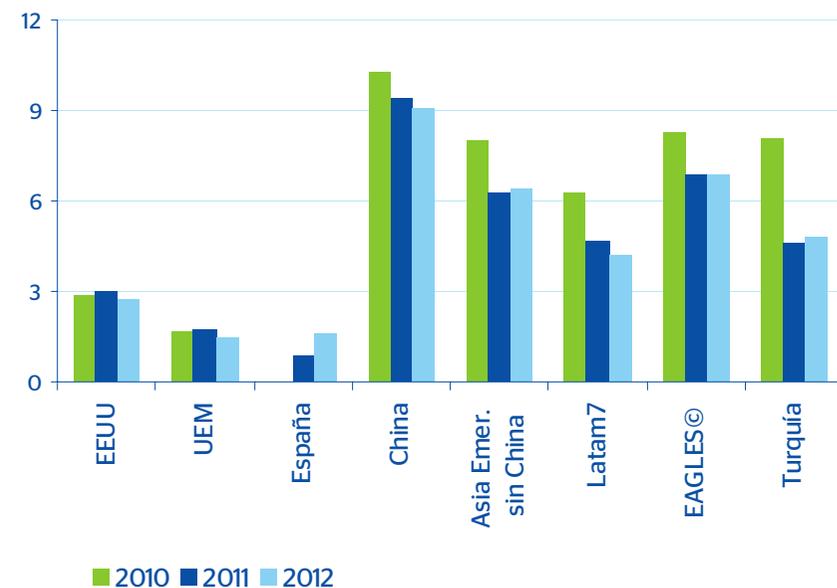
Contribuciones al crecimiento mundial (%)

Fuente: BBVA Research



Previsiones de crecimiento (%)

Fuente: BBVA Research



Sección 1

MENA: Inestabilidad y contagio

Por el momento **hay una probabilidad acotada de extensión** de la inestabilidad a otros importantes productores de petróleo

Determinantes de inestabilidad política en MENA

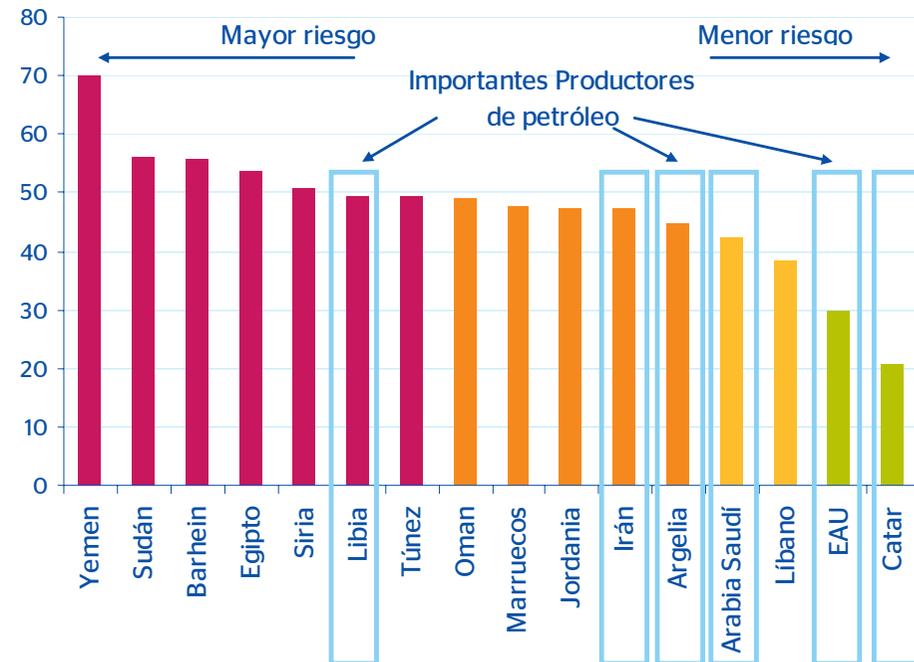
Políticos

Económicos

Demográficos/
religiosos

Índice de potencial descontento social

Fuente: BBVA Research



Sección 1

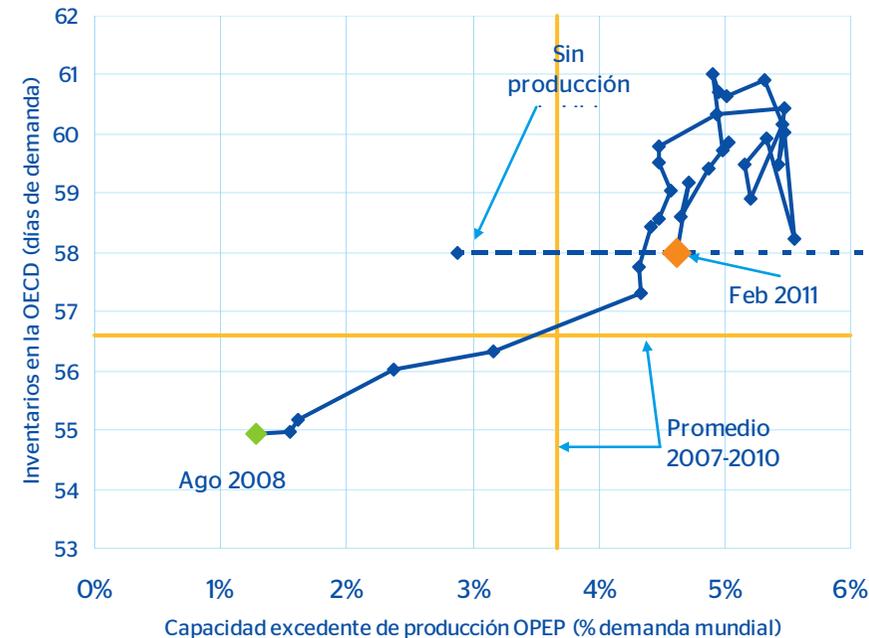
Inestabilidad y precios del petróleo

- El petróleo mantendrá precios elevados en 2011, pero irá corrigiendo lentamente a la baja en la medida que se evite el contagio, dada la capacidad de producción adicional en OPEP y los amplios inventarios en la OCDE

Otras materias primas seguirán una evolución similar

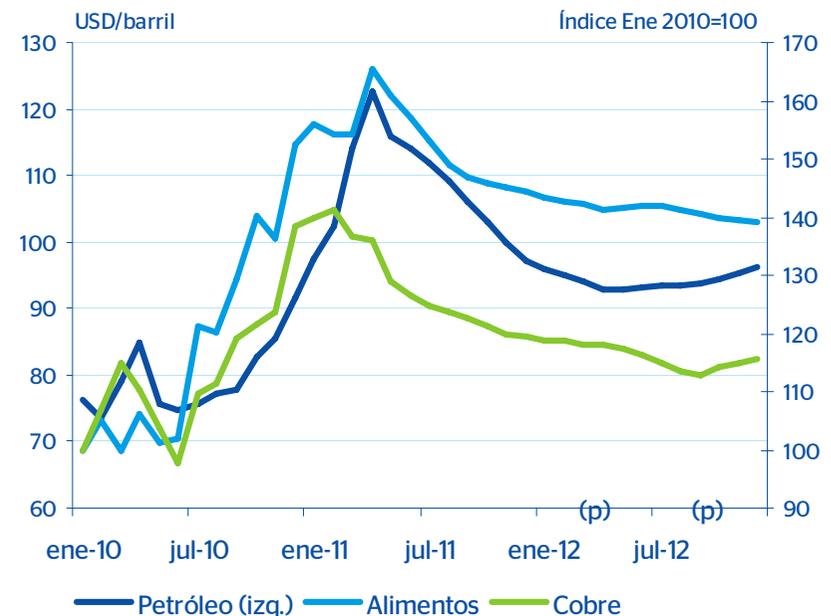
Amortiguadores en el mercado de petróleo

Fuente. BBVA Research y Haver Analytics



Precios de las materias primas

Fuente. BBVA Research



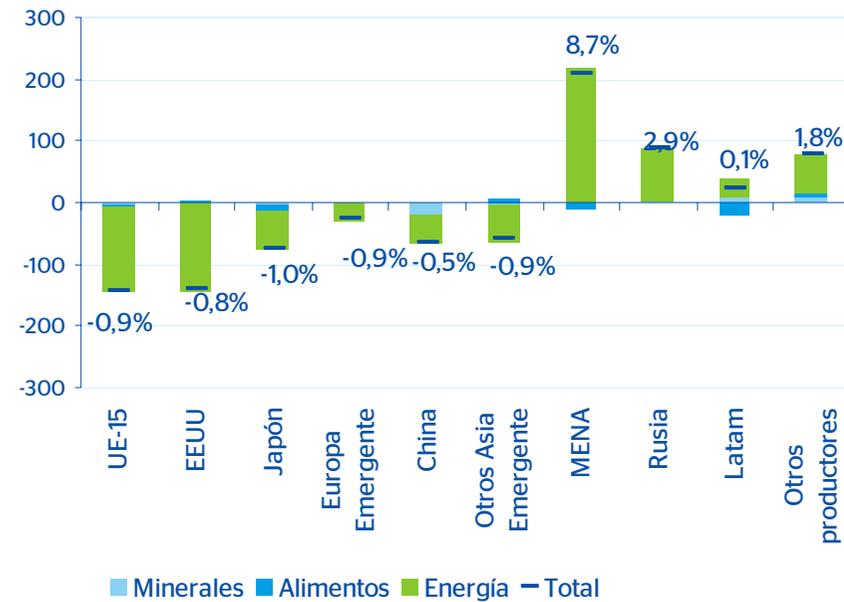
Sección 1

Materias primas y recalentamiento

- Uno de los efectos del mayor precio de las materias primas será mayores transferencias desde importadores a exportadores de materias primas
- Este factor presiona el recalentamiento en Sudamérica, en comparación con Asia emergente

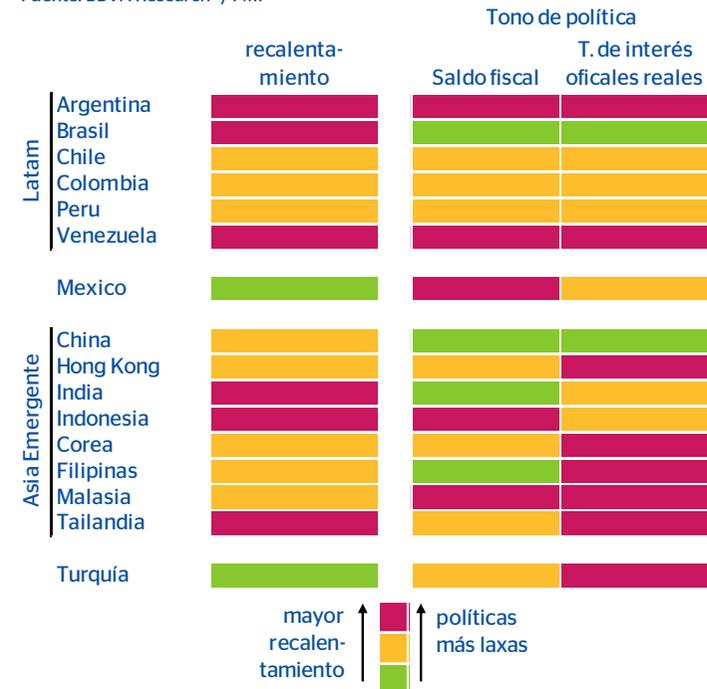
Variación en las transferencias netas por comercio de materias primas (2011 vs. 2010, mM USD y % del propio PIB)

Fuente: BBVA Research



Indicadores de recalentamiento para economías emergentes y tono de las políticas económicas

Fuente: BBVA Research y FMI



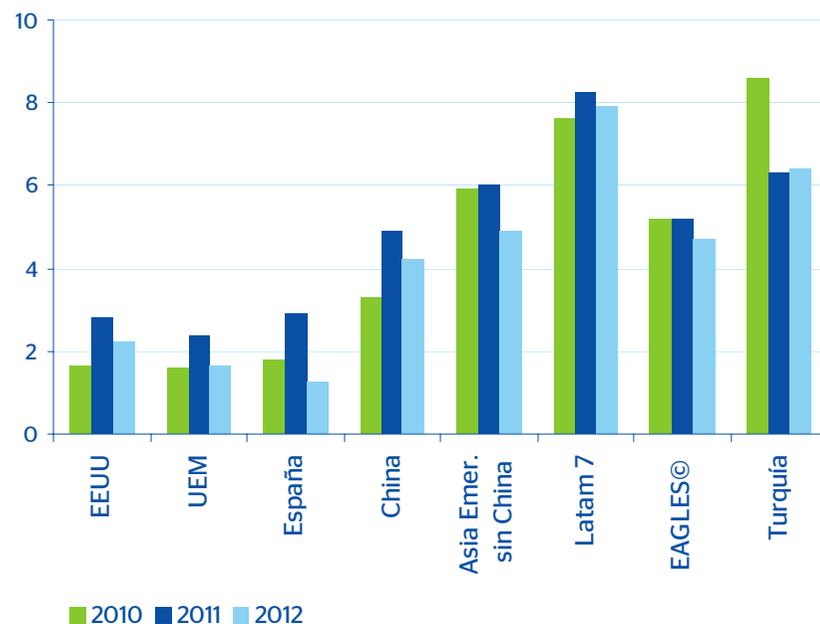
Sección 1

Inflación al alza y política monetaria

- El segundo efecto del aumento de precio de las materias primas será un incremento de la inflación general
- Esperamos que los bancos centrales adelanten sus subidas de tipos, pero a diferente ritmo: más en el BCE que en la Fed

Previsiones de inflación

Fuente: BBVA Research



Bancos Centrales

Adelanto de subidas de tipos de interés

Heterogeneidad en la respuesta: más lenta Fed que BCE

Tipos de interés oficiales

Fuente: BBVA Research, BCE y Fed

	BCE	Fed
Hoy	1,25	0,25
Abril 2012	2,00	0,50

Sección 1

Un euro sobrevalorado frente al dólar

- El euro se mantiene sobrevalorado frente al dólar y revertirá hacia su nivel de equilibrio en el medio plazo
- El diferencial de tipos favorable a Europa apoya que la corrección no se vaya a producir en el corto plazo

Tipo de cambio euro-dólar

Fuente: BBVA Research



* La Línea discontinua es el promedio simple del tipo de cambio de equilibrio arrojado por modelos alternativos. La línea continua es el promedio simple de la paridad de poder de compra y el resto de modelos

¿Razones para esperar una sobrevaloración?

- Diferenciales de tipo de interés
- Desequilibrio exterior en EEUU
- Consolidación fiscal en EEUU
- Rigidez cambiaria del renminbi

La crisis en Europa puede revertir la sobrevaloración

Sección 1

Europa: continúan las tensiones

Las cumbres europeas de marzo han acordado reformas útiles para el largo plazo (Pacto Euro+) pero no han abordado las dudas sobre la solvencia de algunos países

¿Qué se necesita para acabar con la crisis de deuda?



Mejorar el EFSF y aprobar el fondo permanente de rescate EFSM

Flexibilidad limitada en la compra de bonos. La mayor capacidad de préstamo aún por aprobar en junio



Abordar los problemas de solvencia

Las cumbres no han abordado el problema de solvencia, posponiendo las soluciones



Reformas para reforzar la vigilancia macro

Se aprueba el Pacto Euro Plus que, junto con la reforma del PEC, ayudará a prevenir crisis futuras

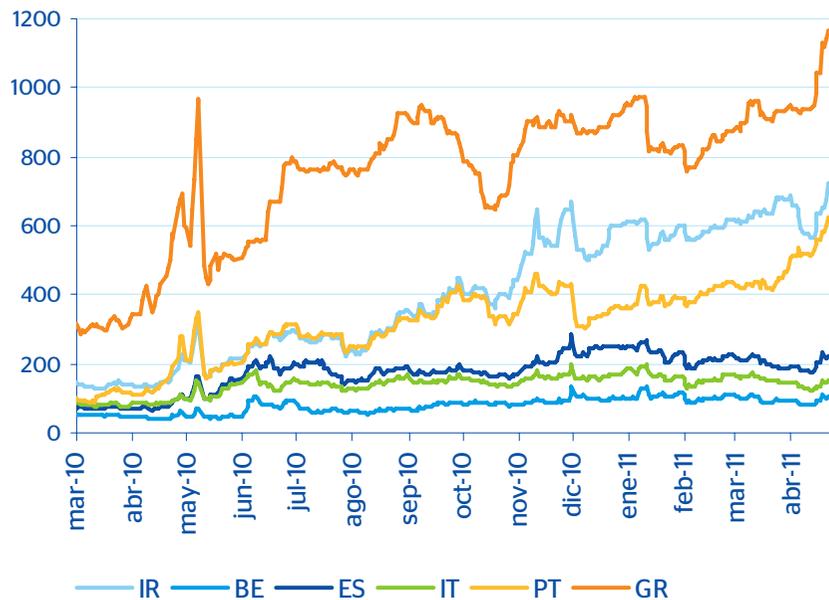
Sección 1

Europa: continúan las tensiones

- Agotamiento de los mercados frente a las soluciones parciales a los posibles problemas de solvencia
- Los diferenciales en países periféricos se mantendrán elevados, especialmente ante los temores a una restructuración de la deuda griega

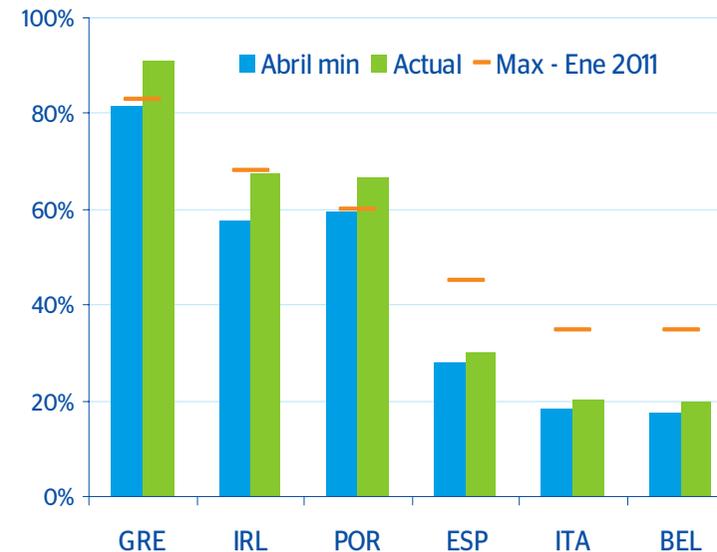
Diferencial del tipo de interés a 10 años con Alemania

Fuente: BBVA Research a partir de Datastream



Probabilidad de impago* según CDS a 5 años

Fuente: BBVA Research



*Tasa de recuperación del 70%



BBVA

RESEARCH

Situación España/ 11 de mayo de 2011

Índice

Sección 1

Entorno internacional: recuperación, perturbaciones globales y vulnerabilidades

Sección 2

**Perspectivas para la economía española 2011-2012:
continúa la lenta recuperación**

Sección 3

Los retos de la economía española

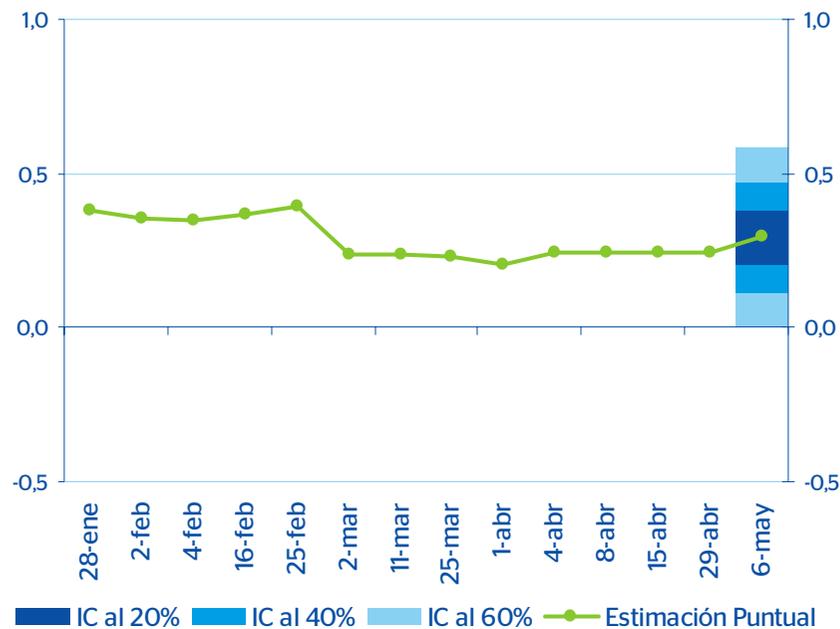
Sección 2

Escenario macroeconómico

- Los indicadores de actividad del mes de enero sorprendieron al alza, mientras que en febrero se observó una corrección en la dirección contraria, que revirtió parcialmente en marzo
- Estimamos que el 2T11 ha comenzado con un crecimiento de 3 décimas

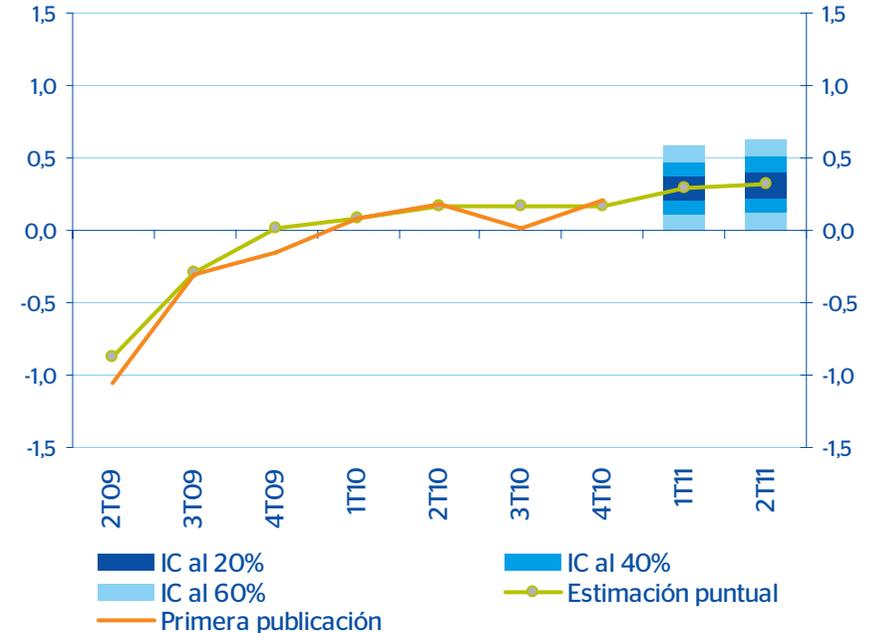
España: previsiones de crecimiento del PIB para 1T11 en el Modelo MICA- BBVA según fecha de estimación (% t/t)

Fuente: BBVA Research



España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA- BBVA (% t/t) Previsión Actual: 6 de mayo de 2011

Fuente: BBVA Research



Sección 2

Escenario macroeconómico

Determinantes del escenario macroeconómico

Fuente: BBVA Research

Nuevos factores	FACTOR	CANAL	Impacto en el PIB	Impacto en el IPC
	Crecimiento en 2010 ligeramente superior al esperado	<ul style="list-style-type: none"> Efecto base positivo 	2011: (+) 2012: (=)	
	Precios del petróleo (25% superior en 2011)	<ul style="list-style-type: none"> Efecto directo en la actividad y los precios Efecto a través de la demanda externa: <ul style="list-style-type: none"> Apreciación del euro Crecimiento ligeramente menor y mayor inflación en la UEM 	2011: (-) 2012: (-)	2011: (+) 2012: (=)
	Política Monetaria (Tipos del BCE: +50bp en 2011 y 2012)		2011: (=) 2012: (-)	2011: (=) 2012: (-)
	Reformas estructurales (mejores resultados de lo esperado en pensiones y sistema financiero)	<ul style="list-style-type: none"> Efecto directo en el crecimiento potencial Efecto indirecto en la confianza. Prima de riesgo: - 50pb 	2011: (+) 2012: (+)	
	Consolidación Fiscal (incumplimiento de las CC.AA.)	<ul style="list-style-type: none"> Impacto reducido a nivel agregado Mayores divergencias por CC.AA. 		
	Portugal (peores expectativas)	<ul style="list-style-type: none"> Impacto reducido a nivel agregado Mayores divergencias por CC.AA. 		
	Desastres naturales en Japón	<ul style="list-style-type: none"> Impacto reducido 		
Previsión actual			2011: 0,9% 2012: 1,6%	2011: 2,9% 2012: 1,3%

Sección 2

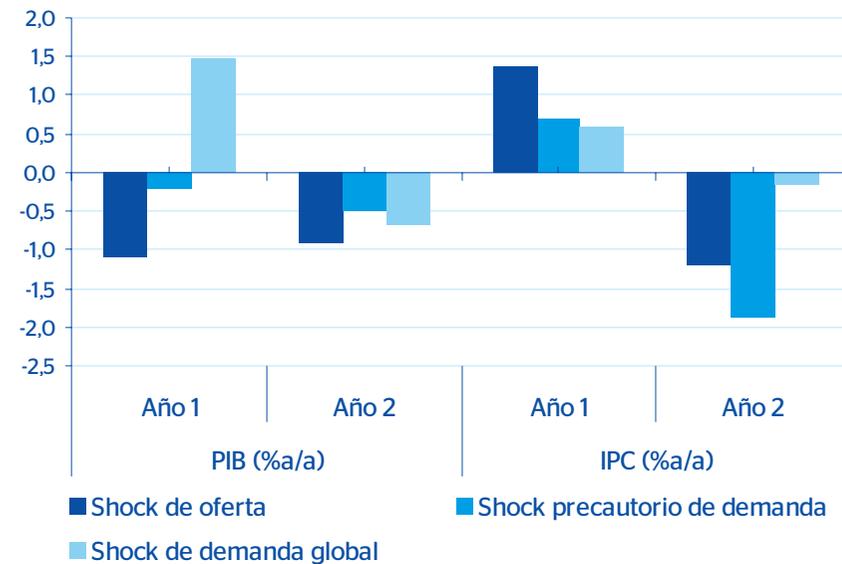
Escenario macroeconómico

El aumento transitorio de los precios del petróleo tendrá un impacto moderado sobre la actividad

- El actual se corresponde más con un aumento de la demanda internacional por motivos precautorios que con un shock puro de oferta que derivaría en un efecto contractivo elevado

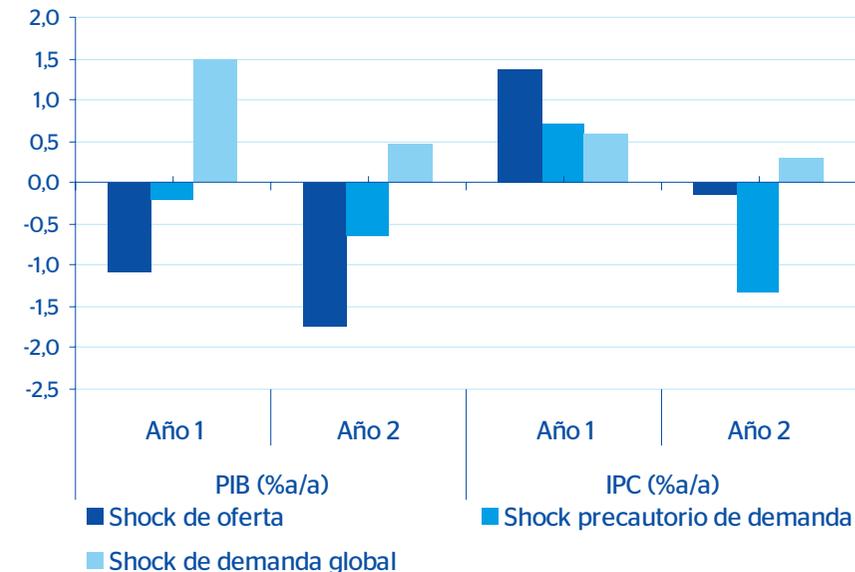
España: impacto de un aumento temporal en los precios del petróleo por tipología de shock

(desviación respecto al escenario base)
Fuente: BBVA Research



España: impacto de un aumento permanente en los precios del petróleo por tipología de shock

(desviación respecto al escenario base)
Fuente: BBVA Research



Sección 2

Escenario macroeconómico

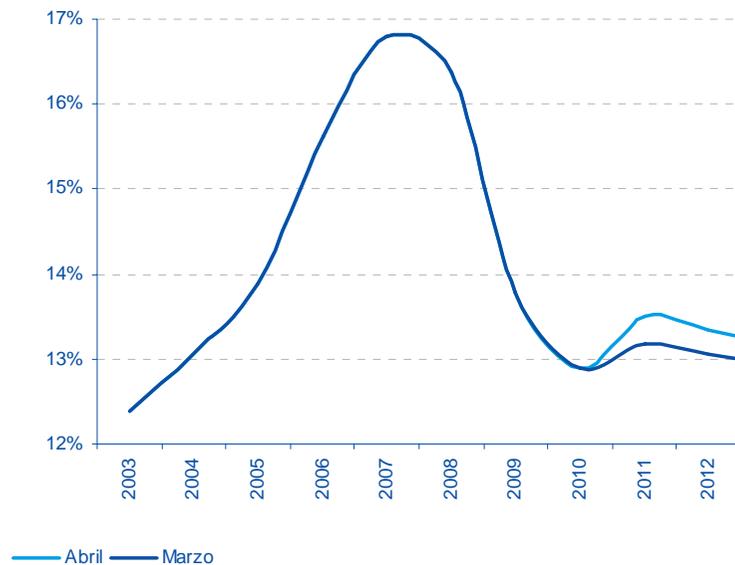
Tampoco el aumento moderado de los tipos de interés de referencia condicionará significativamente nuestro escenario...

- Las cargas financieras se mantendrán todavía en niveles similares a los observados en 2004

Carga financiera de los Hogares

(% renta disponible)

Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España



Sección 2

Escenario macroeconómico

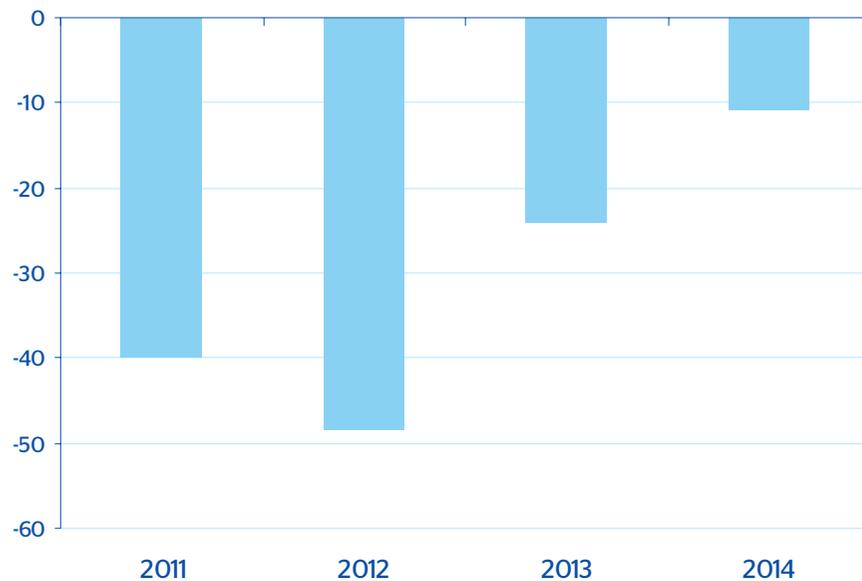
..., mientras que la adopción de reformas estructurales ha contribuido a mejorar la percepción de los mercados sobre la situación de la economía española

- Esperamos que la prima de riesgo se sitúe entre 40 y 50pb por debajo de lo que se preveía en el escenario precedente

España: prima de riesgo soberana

(mejora respecto al escenario de feb-11 en puntos básicos, promedio anual)

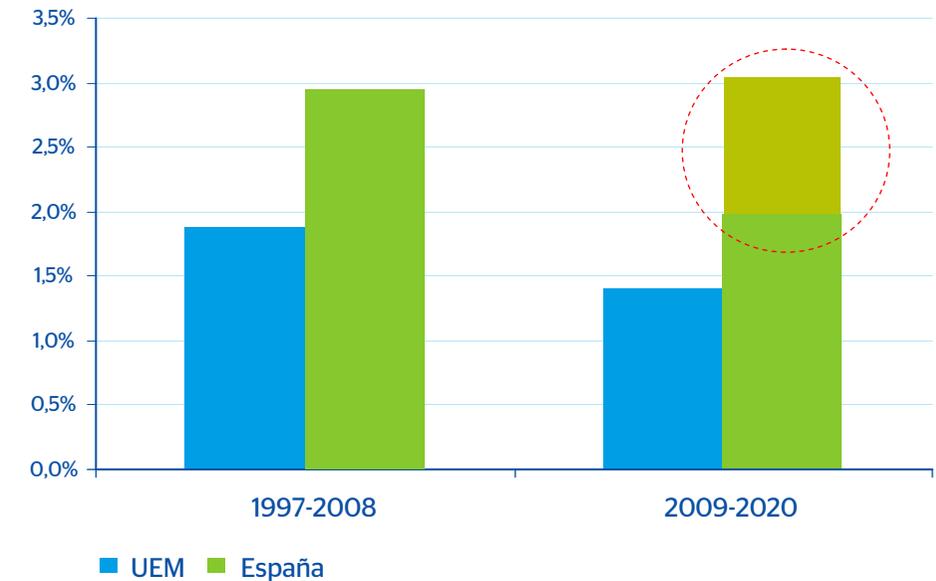
Fuente: BBVA Research



España vs. UEM: PIB potencial

(% a/a)

Fuente: BBVA Research



Sección 2

Escenario macroeconómico

Previsiones macroeconómicas

Fuente: INE, Banco de España, Eurostat y BBVA Research

(Tasa de crecimiento a/a)	2010		2011		2012	
	España	UEM	España	UEM	España	UEM
Consumo hogares	1,3	0,7	0,4	1,1	0,9	1,3
Consumo AA.PP.	-0,7	0,7	-1,1	0,2	-0,3	0,1
FBCF	-7,5	-0,8	-3,8	1,8	2,4	2,7
Equipo y otros productos	-2,1	3,4	1,3	3,2	4,0	3,2
Construcción	-11,1	-3,7	-7,7	-1,2	1,2	0,8
Vivienda	-16,5	-2,9	-7,5	-0,3	3,6	0,7
Demanda nacional (*)	-1,1	0,8	-0,9	1,1	1,0	1,3
Exportaciones	10,3	10,6	10,6	7,1	6,2	5,0
Importaciones	5,5	8,7	3,7	5,7	3,6	4,9
Saldo exterior (*)	1,0	0,9	1,7	0,7	0,6	0,2
PIB pm (% a/a)	-0,1	1,7	0,9	1,7	1,6	1,5
Pro-memoria						
PIB sin inversión en vivienda	0,9	1,9	1,3	1,8	1,5	1,5
PIB sin construcción	1,7	2,3	2,1	2,1	1,6	1,5
Empleo total (EPA)	-2,3	-0,4	-0,7	0,5	0,8	0,8
Tasa de Paro (% Activos)	20,1	10,0	20,8	9,7	20,5	9,3
Saldo cuenta corriente (%PIB)	-4,5	-0,5	-2,9	0,0	-2,4	0,2
Saldo de las AA.PP. (% PIB)	-9,2	-6,0	-6,0	-4,4	-4,4	-3,7
IPC media anual	1,8	1,6	2,9	2,4	1,3	1,6

(*) contribuciones al crecimiento

Sección 2

Escenario macroeconómico

Aunque a nivel regional continuarán observándose divergencias significativas tanto en términos de crecimiento como de desempleo

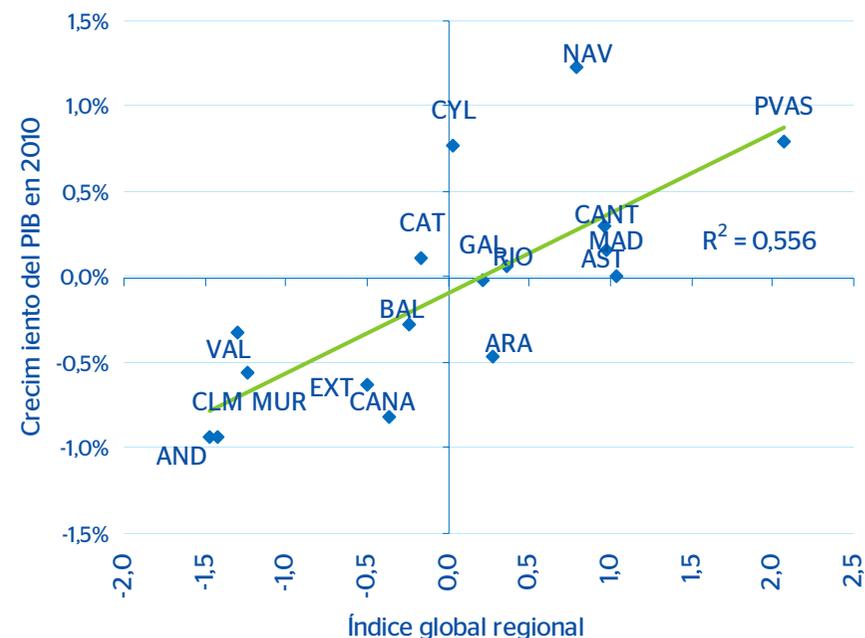
Factores de riesgo diferenciadores entre Comunidades Autónomas

Fuente: BBVA Research

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

Índice global de factores de riesgo y previsiones de crecimiento en 2010

Fuente: BBVA Research e INE



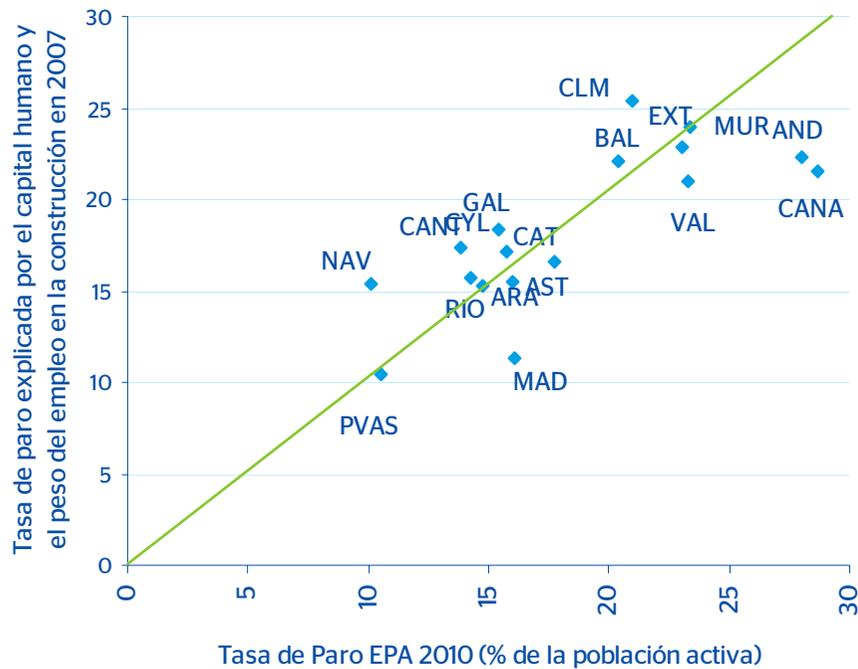
Sección 2

Escenario macroeconómico

Aunque a nivel regional continuarán observándose divergencias significativas tanto en términos de crecimiento como de desempleo

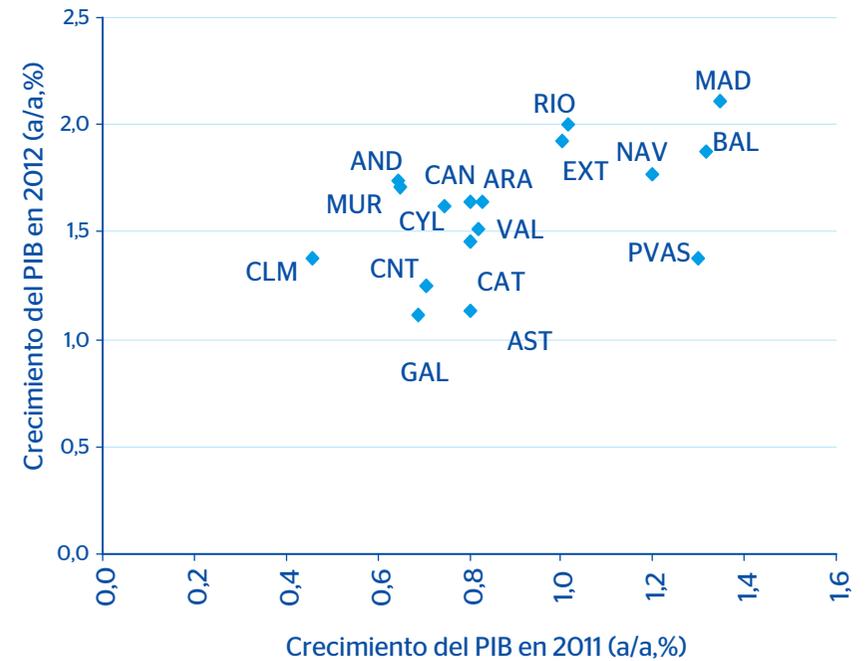
Tasa de paro por CC.AA.

Fuente: BBVA Research



Crecimiento del PIB por CC.AA.

Fuente: BBVA Research





BBVA

RESEARCH

Situación España/ 11 de mayo de 2011

Índice

Sección 1

Entorno internacional: recuperación, perturbaciones globales y vulnerabilidades

Sección 2

Perspectivas para la economía española 2011-2012: continúa la lenta recuperación

Sección 3

Los retos de la economía española

Sección 3

Los retos de la economía española

La prima de riesgo está por encima de sus fundamentales y disminuiría con la resolución de los problemas de solvencia en Europa, además de la implementación de otras reformas internas:

Prima de Riesgo España vs. Alemania, Bono a 5 años

(pbs)

Fuente: BBVA Research



Cumplimiento de los objetivos de déficit

Recapitalización rápida y privada de una parte del sistema financiero

Reformas estructurales: negociación colectiva

Sección 3

Los retos de la economía española



Sección 3

Máxima rigurosidad fiscal

Alcanzar los objetivos presupuestarios permitiría disminuir la prima de riesgo significativamente

- **El objetivo es ambicioso:** el déficit de las AAPP deberá reducirse en más de 6pp del PIB para alcanzar el objetivo del -3% del PIB de 2013
- **En 2011 recae en gran parte en las CCAA:** las CCAA tendrán que reducir el déficit en 1,5 pp, realizando en 2011 casi el 90% de su ajuste necesario para garantizar el cumplimiento del objetivo del -3% del PIB establecido para 2013

Contribución al ajuste fiscal *

(pp del PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de MEH

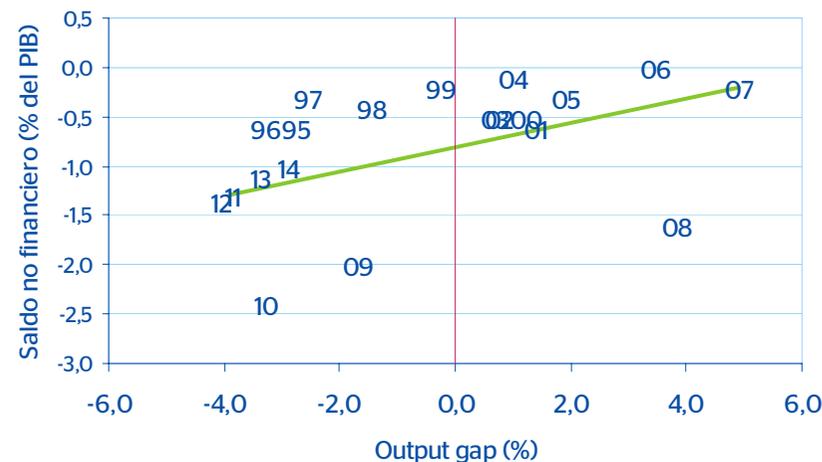


(*) Sin el efecto de las liquidaciones negativas de la financiación autonómica

CC.AA: saldo presupuestario* vs output gap

(pp del PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de MEH



(*) Sin incluir el efecto de las liquidaciones negativas de sistema de financiación

Sección 3

Máxima rigurosidad fiscal

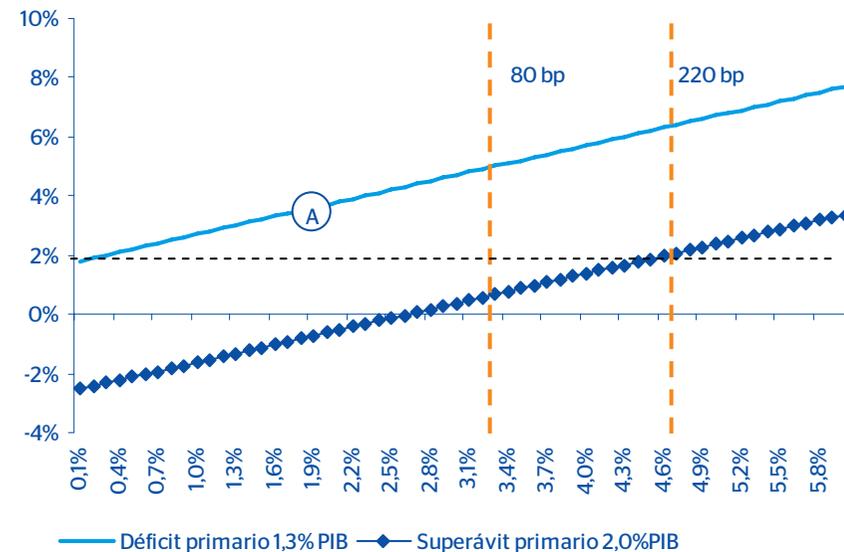
Las medidas anunciadas hasta ahora son suficientes para alcanzar los objetivos a 2011 si se cumplen rigurosamente

- El actual proceso de consolidación fiscal hace que la deuda pública sea sostenible a niveles creíbles de crecimiento y prima de riesgo a medio plazo

España: crecimiento y tipos de interés real que hacen sostenible la deuda a 75% del PIB

(pp del PIB)

Fuente: BBVA Research



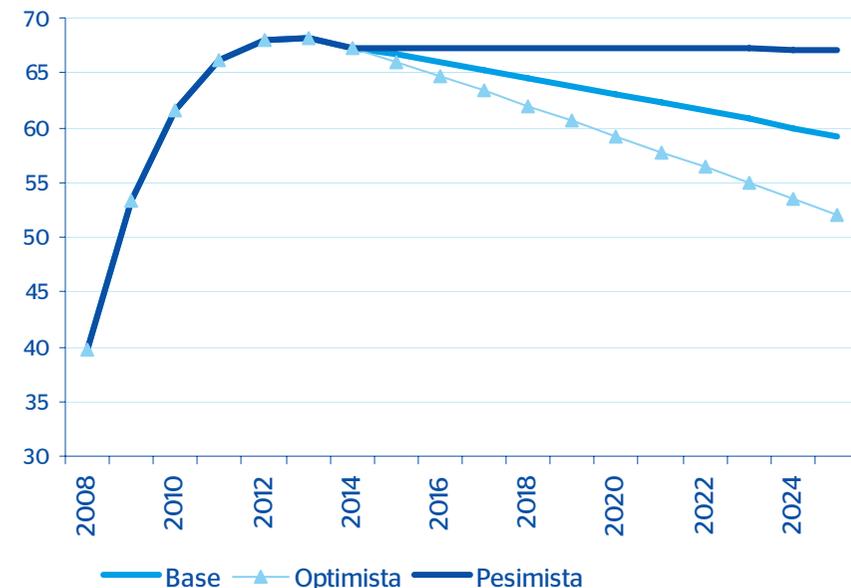
Sección 3

Máxima rigurosidad fiscal

La introducción de una regla fiscal a partir de 2014 garantizaría la sostenibilidad de la deuda incluso en escenarios adversos

España: escenarios de deuda con la Regla Fiscal Estructural

(% del PIB)
Fuente: BBVA Research



Propuestas

Transparencia y presupuestos plurianuales para todas las AA.PP.

Reglas fiscales que limiten el gasto al crecimiento del PIB nominal tendencial

Consejo Asesor de Política Fiscal dependiente del Parlamento

Sección 3

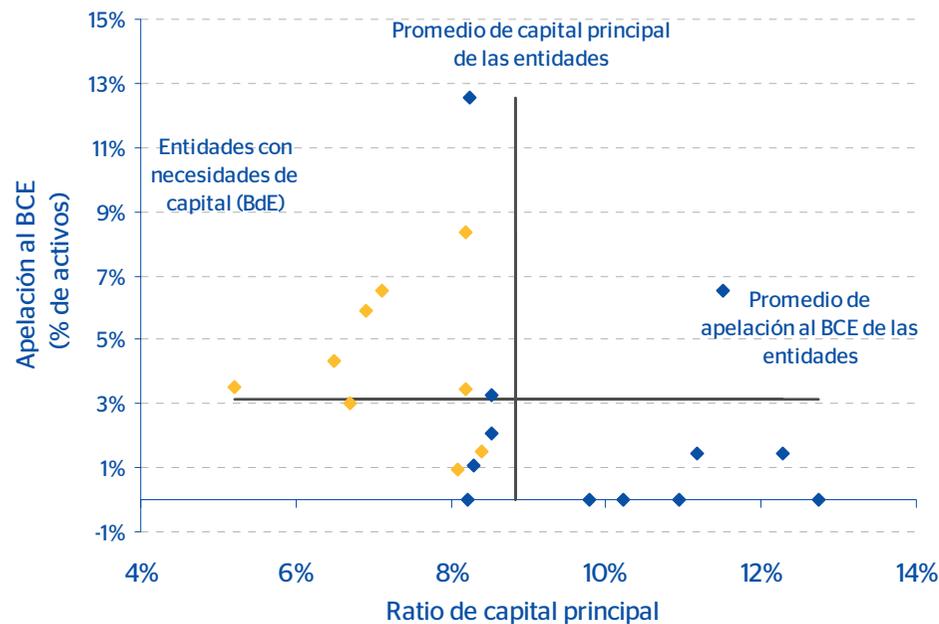
Reestructuración financiera

Necesidades de capital son acotadas (3-5% PIB) y están concentradas en un número reducido de entidades (un tercio de los activos del sistema)

Entidades españolas: ratio de capital principal y apelación al BCE (diciembre 2010)

(% del PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de datos de BdE, CECA y fuentes individuales



* Incorporadas 21 entidades del sistema financiero español.

Debe producirse cuanto antes la entrada de capital privado para lograr una resolución rápida y definitiva en aquellas entidades que lo requieran.

El objetivo de la reestructuración debe ser un sistema financiero compuesto de entidades solventes, eficientes y competitivas, sometidas a la disciplina de mercado

Sección 3

Crecimiento y creación de empleo

Repunte de la tasa de desempleo, estructuralmente elevada ...

..., provocado por una intensa destrucción de empleo, ocasionada por:

Tasa de desempleo (% de la población activa)

(% del PIB)

Fuente: BBVA Research a partir de INE y AMECO



1. Redimensionamiento del sector inmobiliario
2. Concentración del ajuste en el margen extensivo (empleo)
3. Mecanismo de determinación salarial inadecuado



Elasticidad del empleo y de la de la tasa de paro al PIB elevada

Solución: reformas en los mercados de trabajo y en los de bienes y servicios

Sección 3

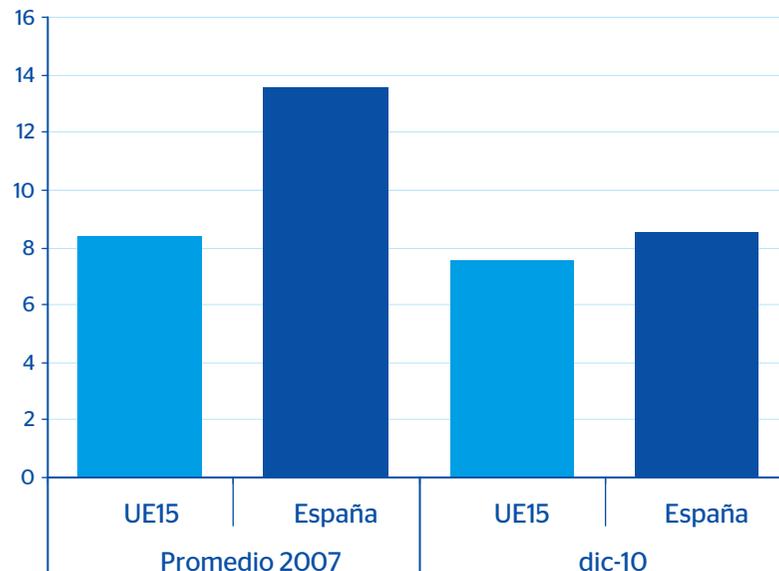
Crecimiento y creación de empleo

1.Redimensionamiento del sector inmobiliario

- El proceso de redimensionamiento del sector ha provocado que el empleo en construcción haya disminuido un 43% desde su máximo (3T07) hasta 4T10
- Cuando se excluye el sector constructor, se observa que la destrucción de empleo se atenúa, alcanzando su mínimo a comienzos de 2010

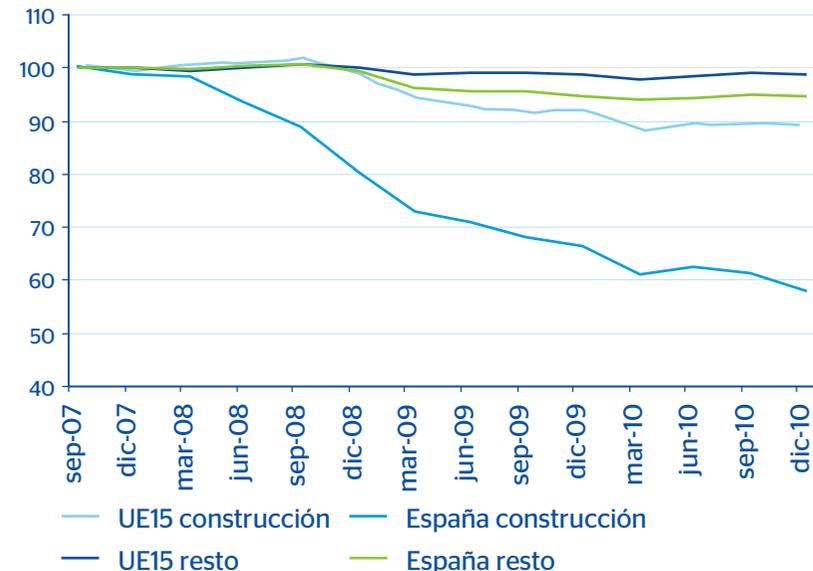
Peso de la construcción en el empleo (%)

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat



Empleo: construcción vs. resto (3t07=100)

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat



Sección 3

Crecimiento y creación de empleo

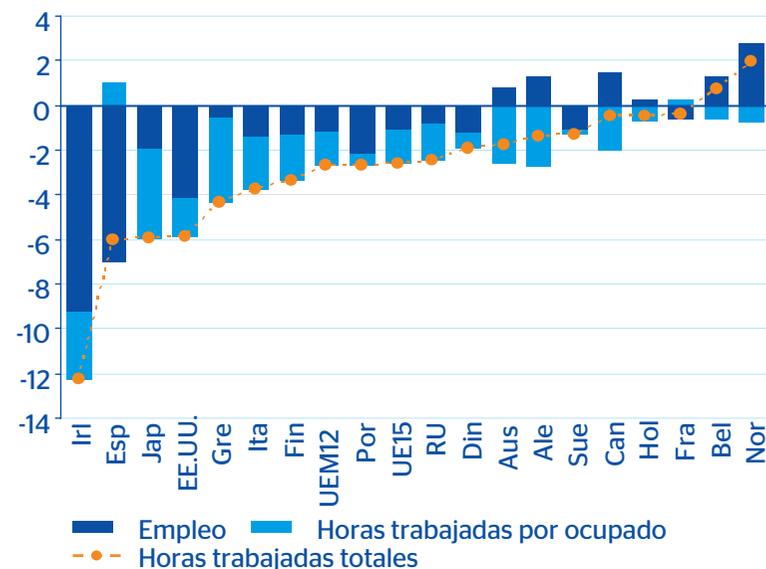
2. Concentración del ajuste en el margen extensivo (empleo) y no en el intensivo (horas)

- Hasta la aprobación de la Ley 35/2010 (e incluso tras ella), las empresas contaban con escasos instrumentos de flexibilidad interna
- La dificultad para modificar las condiciones de trabajo ha provocado que el ajuste se concentre en el margen extensivo (empleo, principalmente temporal) en lugar del intensivo (horas trabajadas)

Descomposición del ajuste en el empleo durante la recesión

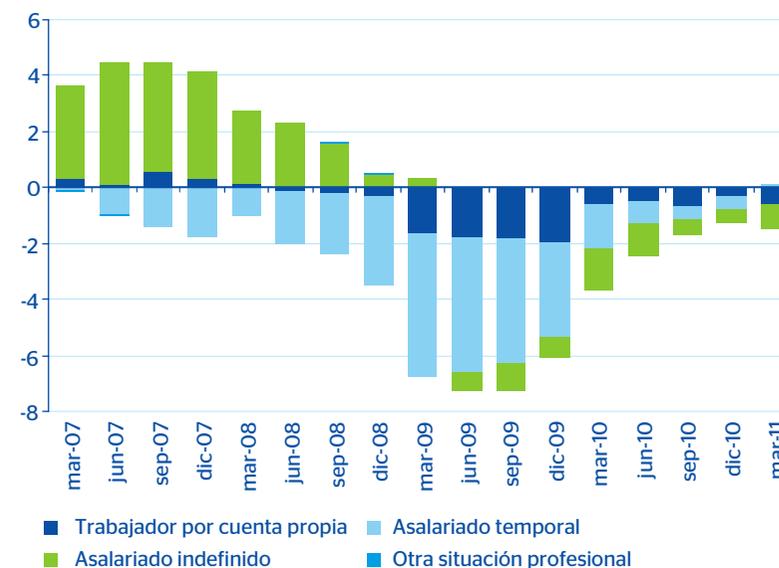
(contribuciones a la variación del número total de horas trabajadas entre 2007 y 2009 en %)

Fuente: BBVA Research



España: contribuciones a la variación interanual del empleo (%)

Fuente: BBVA Research



Sección 3

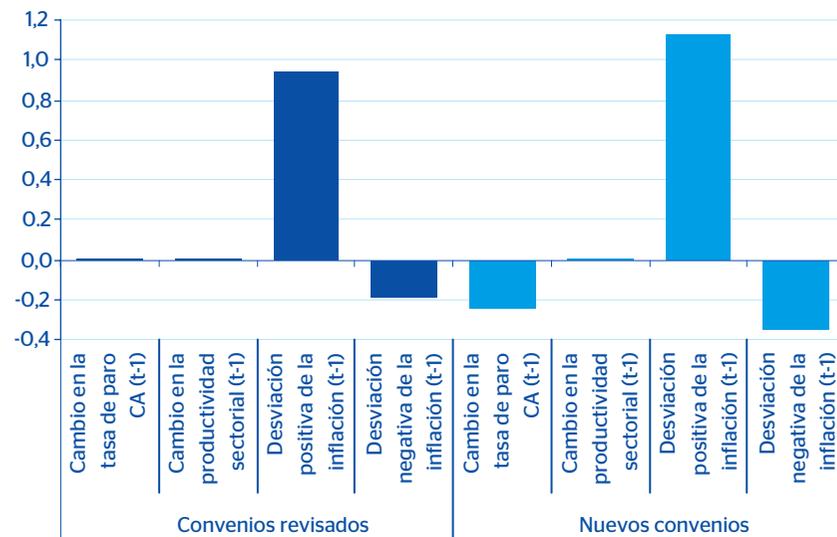
Crecimiento y creación de empleo

3. Mecanismo de determinación salarial inadecuado

- La inercia salarial inducida por el modelo de negociación colectiva (indexación a la inflación esperada + cláusulas de salvaguarda + ganancias de productividad + restricción de cláusulas de descuelgo) provoca:
 - Un ajuste en cantidades (empleo) y no en precios (salarios) en fases recesivas
 - Pérdida de competitividad-precio

España: respuesta del crecimiento salarial pactado en convenio ante cambios en las condiciones cíclicas (%)

Fuente: BBVA Research a partir de Bentolila, izquierdo y Jimeno (2010)



El crecimiento salarial pactado:

- Apenas se ve condicionado por la evolución del desempleo o de la productividad
- Responde asimétricamente a la inflación



El empleo soporta el peso del ajuste

Sección 3

Crecimiento y creación de empleo

Solución: reformas en los mercados de trabajo y en los de bienes y servicios que favorezcan la creación de empleo, mitiguen el sesgo inflacionista e impulsen el crecimiento económico

Negociación colectiva

- Suprimir el principio de eficacia general automática de los convenios de ámbito superior a la empresa:
 - Cada convenio sería aplicable a los agentes participantes en la negociación, dejando como voluntaria la adhesión de los restantes
 - Se permitiría la concurrencia entre convenios
 - Generalización de las cláusulas de descuelgue (posibilidad de renovación indefinida bajo acuerdo)
- Ultraactividad restringida
- Los aspectos organizativos y salariales vinculados a la productividad del trabajo deberían ser regulados por los convenios de empresa
- Mitigar el sesgo inflacionista

Mercado de productos

- Implementación ambiciosa de la Directiva Europea de Servicios que:
 - Aumente la competencia y la competitividad, moderando el crecimiento de los márgenes empresariales
 - Incentive la reducción efectiva de cargas administrativas, principalmente de aquellas que dificultan la creación de empresas
 - Favorezca la eliminación de barreras de entrada en la prestación de servicios profesionales
- Acelerar la adopción de incentivos que den lugar a un apoyo efectivo del proceso de internacionalización → reorientación de los factores productivos hacia empresas exportadoras



BBVA

RESEARCH

Situación España

Segundo trimestre 2011

Madrid, 11 de mayo de 2011