

# Situación España

Mayo 2011  
Análisis Económico

- **La economía global crece con dinamismo** impulsada por las economías emergentes.
- **A pesar de los avances, la falta de medidas que resuelvan definitivamente la crisis de deuda en Europa** mantendrá elevadas las tensiones financieras.
- **La prima de riesgo española está por encima de sus fundamentales** y disminuirá con el cumplimiento de los objetivos de déficit y el compromiso con reglas fiscales ambiciosas.
- **Aunque el impulso reformador compensa parcialmente los riesgos a la baja**, la intensidad de la recuperación dependerá de la recapitalización del sistema financiero y de las reformas en el mercado de trabajo.



# Índice

1. Resumen.....	5
2. Entorno internacional: recuperación, choques globales y vulnerabilidades.....	9
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española .....	13
Recuadro 1. Los efectos del aumento del precio del petróleo sobre la actividad y los precios de la economía española	
4. La reestructuración en curso del sistema financiero español.....	31
5. Consolidación fiscal en España: la necesidad de un compromiso irrevocable con el cumplimiento de los objetivos.....	34
6. Cuadros.....	43

Fecha de cierre: 6 de mayo de 2011



# 1. Resumen

## La economía mundial seguirá creciendo con fuerza, pero los riesgos son a la baja

La economía mundial sigue creciendo a un ritmo vigoroso, y todavía se prevé un aumento de 4,4% en el PIB mundial tanto en 2011 como en 2012, apoyado principalmente por las economías emergentes. Sin embargo, la amenaza proveniente de los precios de las materias primas aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de las regiones. Al mismo tiempo que esta crisis global se desarrolla, los riesgos locales identificados en la anterior edición de Situación España se mantienen. El estrés financiero en Europa es probable que continúe, sobre todo en Grecia, Portugal e Irlanda. El ruido político en torno a las propuestas para iniciar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. también incrementará la incertidumbre en los mercados. Por último, las presiones de recalentamiento de los mercados emergentes continúan, y podrían ser especialmente importantes en América del Sur, dados los vientos de cola que impulsan el incremento de los precios de las materias primas.

La crisis del petróleo -transitoria, pero con efectos persistentes sobre nuestro escenario base- se hará sentir en los precios. Y ante dicho aumento, la mayoría de las autoridades monetarias se verán obligadas a adelantar los incrementos en los tipos de interés. Sin embargo, todavía existe una gran heterogeneidad en los enfoques de los principales bancos centrales para atajar los riesgos derivados del incremento en los precios del petróleo y otras materias primas. En particular, en EE.UU. y en Europa, los bancos centrales están cambiando el sesgo sobre la política monetaria, aunque a diferentes velocidades. Como consecuencia, el balance de riesgos se ha inclinado hacia una mayor probabilidad de alzas de tipos de interés. En particular, el enfoque del Banco Central Europeo (BCE) pretende evitar cualquier riesgo de inflación a través de la adopción de medidas preventivas (de ahí, por tanto, su primer aumento en abril). Por otra parte, la Reserva Federal, centrándose más en la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si se materializan los riesgos.

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son bienvenidos, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos al EFSF / FSM son positivos de cara a abordar los problemas de liquidez, pero no son suficientes. Las tensiones ligadas a la situación de los tres países de la periferia europea que han solicitado apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) se mantendrán mientras persisten las dudas sobre la solvencia de algunos de ellos, especialmente en el caso de Grecia. Estas dudas continuarán dificultando la financiación de estas economías, mantendrán altos los diferenciales soberanos y podrían extenderse a otros países que no tienen problemas de sostenibilidad de la deuda pública, como es el caso de España. Por lo tanto, Europa sigue necesitando un enfoque integral para la resolución de crisis de deuda en caso de insolvencia que tenga en cuenta el hecho de que la inclusión de quitas a los inversores privados podría traer un riesgo elevado de contagio al resto de Europa, por lo que dicho enfoque tiene que ser diseñado cuidadosamente.

## En España, se mantiene el escenario de lenta recuperación, aunque podría haber creación neta de empleo durante el segundo semestre de 2011

Después de haber cerrado el 4T10 con un crecimiento trimestral del PIB del 0,2%, la economía española habría comenzado el año 2011 mostrando una mejora similar de la actividad en torno a dos o tres décimas del PIB. Las previsiones realizadas a partir de los indicadores de coyuntura disponibles a la fecha de cierre de este informe indican que la composición de dicho crecimiento continúa caracterizada por el impulso de la demanda externa y la debilidad de la demanda interna y que, con este tímido ritmo de mejora, la economía española sigue siendo incapaz de crear empleo. Los datos conocidos en el mes de abril confirman también esta tendencia para el inicio del segundo trimestre de 2011, que de tener continuidad en mayo y junio, finalizaría con un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,3%. En síntesis, nuestro diagnóstico sobre la senda de débil crecimiento de la economía española en el corto plazo no se ha visto alterado de forma significativa.

En adelante, tampoco se esperan cambios abruptos en el patrón de crecimiento, si bien existen nuevos elementos que, junto a los factores que se detallaban en el número precedente de esta publicación, condicionan significativamente su composición a lo largo del horizonte de predicción e incluso sesgan a la baja el crecimiento en algún caso. En primer lugar, con respecto

a los acontecimientos observados en economías de importancia a nivel mundial (desastre natural en Japón) o de relevancia para el entorno más próximo español (plan de ayuda a Portugal) y la situación de Grecia, la exposición relativamente reducida de la economía española en su conjunto, tanto a la economía japonesa como a la portuguesa y la griega, junto con el mantenimiento de las expectativas de crecimiento global y en Europa, permiten anticipar que el entorno relevante para las exportaciones españolas se mantendrá favorable para su crecimiento durante el horizonte de previsión (2011-2012).

En segundo lugar, a la debilidad de los fundamentales de la demanda doméstica privada y a la travesía de los agentes privados por el proceso de desapalancamiento, se suman la presión al alza sobre la inflación, junto con el adelantamiento de las subidas, si bien tenues, de los tipos de interés de referencia fijados por el BCE. Ambos factores suponen un sesgo adicional a la baja sobre el ritmo de recuperación de la demanda agregada, si bien se espera que su impacto total sea de una magnitud moderada y se concentre en la parte final del horizonte de previsión. En cualquier caso, y a pesar de que una de las consecuencias de la mayor agresividad del BCE respecto a la Reserva Federal ha sido la de un tipo de cambio del euro respecto al dólar ligeramente más apreciado de lo esperado hace tres meses, cabe destacar que no se espera una pérdida de competitividad relevante para las exportaciones españolas: una vez descontados tanto el aumento de los precios del petróleo como los cambios impositivos experimentados en el 2510, el diferencial de precios respecto al área del euro continúa en cotas relativamente moderadas.

En contrapartida, a pesar de la persistencia de las tensiones financieras en los mercados de deuda soberana, se aprecia una diferenciación positiva de la economía española respecto a otros países de la periferia europea como consecuencia del cumplimiento, en el agregado, de los objetivos de consolidación fiscal, de la mayor transparencia en el reporte de las cuentas públicas, del esfuerzo realizado por impulsar el proceso de reestructuración de una parte acotada del sector financiero y del impulso de reformas estructurales de calado como las ligadas a la sostenibilidad de las cuentas públicas a medio plazo (pensiones) o de la reforma laboral. Independientemente de los efectos positivos que estas medidas puedan tener sobre la eficiencia en el funcionamiento de la economía española en el medio plazo, el impacto inmediato ha sido una menor prima de riesgo relativa a la del resto de los países de la periferia europea, lo que supone un menor lastre tanto para el sector público como para el privado y justifica los esfuerzos que la sociedad española está realizando. Aunque estos ajustes y reformas no compensan totalmente la contribución negativa del aumento de los precios del petróleo y de los tipos de interés en 2012, sí que evitan una revisión a la baja en el crecimiento de 2011 y un mayor ajuste de la actividad y del empleo el año siguiente. En definitiva, aunque todavía hay un margen de actuación elevado en cuanto a las reformas del sistema financiero (cuya reestructuración está todavía lejos de haber acabado), del mercado de trabajo (que sigue a la espera de la modernización de la negociación colectiva) y del ajuste fiscal (que debe continuar de forma rigurosa en 2011), las medidas adoptadas contribuyen a mejorar las expectativas de crecimiento de la economía española.

Finalmente, dado el carácter improrrogable del proceso de consolidación fiscal en la economía española, el sector público continuará contribuyendo de forma negativa al crecimiento en el corto plazo, pero ahora lo hará con especial intensidad en aquellas comunidades autónomas que han incumplido los objetivos de déficit en 2010 y que, por lo tanto, necesitan implantar un plan más ambicioso para alcanzar la meta de 2011.

En síntesis, se prevé que el ritmo de avance de la economía española siga siendo tímido en el corto y medio plazo y que la economía crezca en torno al 0,9% en el conjunto del año. Como ya se adelantaba en el número de febrero de esta publicación, la recuperación sostenida y generadora de empleo neto podría llegar en el tramo final de 2011. El crecimiento de 2012 (1,6%) será suficiente para crear empleo neto pero no para reducir de forma significativa la tasa de paro, en un escenario normal de evolución de la población activa. A nivel regional, el ritmo de crecimiento volverá a estar marcado por una amplia heterogeneidad, si bien en una magnitud menor a la observada durante el pasado ejercicio económico. El distinto grado de exposición de las comunidades autónomas 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.

## El proceso reformador debe continuar con medidas ambiciosas

En los últimos meses la adopción de reformas estructurales y los ajustes en marcha han permitido una disociación de la prima de riesgo de España respecto a otros países periféricos de la UEM. Sin embargo, esa prima de riesgo sigue siendo excesivamente elevada y España no está libre del contagio en caso de producirse nuevas tensiones en los mercados financieros. Como se muestra en esta revista, nuestra prima de riesgo refleja una desconfianza respecto a la solvencia de la deuda soberana que no se corresponde con sus fundamentales, puesto que la deuda pública sería sostenible incluso en escenarios de riesgo con escasa probabilidad de materialización. Más allá de las razones que justifican la elevada prima de riesgo, y que en buena medida reflejan las incertidumbres de los mercados sobre el proceso de construcción europeo, lo cierto es que suponen un lastre relevante para el proceso de recuperación de la economía española.

En este sentido, aunque las reformas y ajustes que la economía española debe seguir abordando mejorarán también la confianza de los mercados financieros internacionales, sobre todo servirán para resolver problemas estructurales importantes, entre los que destaca, sin duda, la elevada tasa de paro. Y éste es, en última instancia, el objetivo más importante de estas reformas. Cuanto antes y con más ambición se lleven a cabo las reformas necesarias, con mayor rapidez se resolverán estos problemas estructurales. Como se ha insistido en números anteriores de esta revista, el reto consiste en generar cuanto antes un círculo virtuoso de crecimiento y creación de empleo con la reestructuración del sistema financiero, la reforma del mercado de trabajo y la consolidación fiscal, entre otras medidas que también son sumamente importantes (mejora del capital humano, reducción y simplificación de las cargas administrativas, mejora en las regulaciones, fomento de la competencia, etc.).

La recuperación económica depende, en buena medida, de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero, que debe incluir una rápida y significativa entrada de capital privado. Así, el plan de reestructuración en marcha tiene elementos positivos que deben ser resaltados. En primer lugar, proporciona una hoja de ruta para la reestructuración del sistema, algo reclamado por los mercados en los últimos años. En segundo lugar, incentiva la participación de capital privado y obliga a la conversión de las cajas en bancos para recibir la ayuda del FROB, lo que las hace más transparentes ante los inversores extranjeros. Por último, el FROB garantiza que, en cualquier caso, se alcanzará el capital mínimo. Sin embargo, es necesario completar de forma rápida y definitiva el saneamiento de los balances y el proceso de reestructuración (con la salida del FROB del capital de las entidades que reciban ayudas) para normalizar cuanto antes la solvencia y el acceso a la liquidez de todas las entidades, en cantidades y a precios adecuados. Con todo ello se reforzará la confianza en nuestro sistema financiero de los inversores internacionales, facilitando que la oferta se encuentre en mejores condiciones de atender la demanda de crédito del conjunto de la economía. En este sentido, debe tenerse en cuenta que el proceso de desapalancamiento, que da lugar a tasas de crecimiento negativas en la demanda de crédito de empresas y familias a nivel agregado, es perfectamente compatible con demandas crecientes por parte de ciertas empresas y sectores. De hecho, el ajuste sectorial de la economía española implica la relocalización de trabajo y capital de unas empresas a otras, por lo que continuamente surgen nuevas necesidades de financiación de proyectos solventes de inversión, que deben ser atendidas sin restricciones por el sistema financiero. Y para ello es imprescindible que todas sus entidades tengan las condiciones de liquidez y de solvencia necesarias para ello.

En segundo lugar, aunque en 2010 se logró el objetivo fiscal en el agregado, fue decepcionante la heterogeneidad en su cumplimiento por parte de las comunidades autónomas. Esto es particularmente preocupante, dado que una buena parte del ajuste previsto en el déficit de 2011 recae sobre ellas y sobre su capacidad de reducir el gasto. A este respecto, es positivo que el Estado esté utilizando los instrumentos a su alcance para presionar a las comunidades a ceñirse a los objetivos del presente año. Sin embargo, es preocupante que transcurridos cuatro meses del año en curso, no haya acuerdo todavía sobre la forma en que algunas comunidades que representan casi el 50% del PIB español van a cumplir con los compromisos de estabilidad presupuestaria. En este sentido, el Gobierno y el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) deben seguir vigilantes y actuar de manera inmediata si en los próximos meses existiera evidencia de que las medidas hasta ahora anunciadas no fuesen suficientes para alcanzar los objetivos del presente año. De cumplirse el Programa de Estabilidad entre 2011 y 2014, un objetivo totalmente irrenunciable, la deuda pública española se encontraría en una trayectoria de disminución a partir de 2014, que la llevaría a mantener niveles considerablemente inferiores a los del promedio europeo. Para lograr dichos objetivos, una vez alcanzado el déficit del 6%

en 2011, las administraciones públicas deben anunciar durante los próximos dos años medidas adicionales equivalentes al 2% del PIB, que el último Plan de Estabilidad presentado a la Comisión Europea circunscribe, de manera genérica, a disminuciones del gasto. En esta revista se discute precisamente esta estrategia de consolidación fiscal mediante el establecimiento de procedimientos y reglas más restrictivas que las implementadas en el pasado. La experiencia internacional y el análisis económico indican que la creación de instituciones independientes del ejecutivo y al servicio del poder legislativo, capaces de ofrecer evaluaciones, consejos y proyecciones, son útiles para aumentar la efectividad del control sobre las administraciones públicas y para limitar potenciales desviaciones de los objetivos presupuestarios.

Por último, la reforma de la negociación colectiva y la corrección de ineficiencias en el mercado de trabajo son cruciales para retomar cuanto antes la senda de la creación de empleo, en una economía en la que la tasa de desempleo supera el 21%. Se trata de una situación inaceptable que requiere una intensa moderación salarial a nivel agregado y una mayor flexibilidad salarial a nivel empresarial, para que haya una abundante creación de empleo. Esta moderación salarial, que ha de verse acompañada por la contención del crecimiento nominal de los márgenes empresariales, es crucial en una estrategia de desinflación competitiva durante los próximos años, mientras nuestra tasa de desempleo siga por encima de la de la UEM.



## 2. Entorno internacional: recuperación, choques globales y vulnerabilidades

### La economía global continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos son a la baja

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, apoyado principalmente por las economías emergentes (véase el Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente, del petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición de Situación Global continúan prácticamente sin variación. Así, es probable que la tensión en los mercados financieros en Europa persista, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La incertidumbre política alrededor de las propuestas para comenzar el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque finalmente tenga lugar cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

### Los altos precios del petróleo y de otras materias primas representan un riesgo global aunque deberían absorberse fácilmente sin afectar significativamente al crecimiento mundial

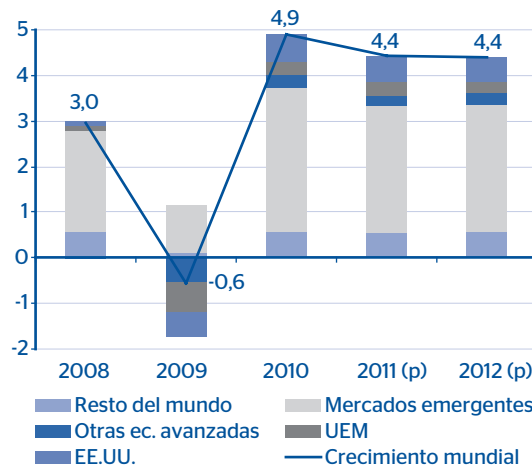
El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110 a 120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EE.UU., Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, una perturbación de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento prácticamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento prácticamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación España de febrero. Las principales excepciones serán México y Sudamérica, donde los fuertes datos de actividad durante los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache temporal del crecimiento en el primer trimestre.

**Los altos precios del petróleo impulsarán la inflación general, adelantando los aumentos previstos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales en la mayoría de áreas**

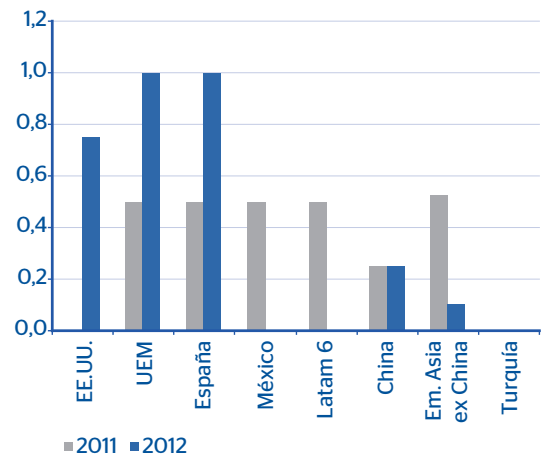
El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. El incremento en la inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (véase el Gráfico 2). No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando –en grados diferentes– su enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento bajo y deflación, hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación en niveles consistentes con los objetivos de medio plazo, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento dependerá de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de segunda ronda en precios y salarios. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a correr el riesgo de que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un incremento temporal del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1  
**Crecimiento del PIB global y contribuciones (%)**



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
**Cambios en los tipos de interés oficiales previstos a final de año respecto a febrero de 2011 (pp)**



Fuente: BBVA Research

**Las tensiones financieras en los países europeos periféricos seguirán siendo elevadas dada la falta de medidas contundentes para afrontar las preocupaciones sobre la solvencia fiscal**

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/FSM son positivos ya que permiten afrontar con solvencia y cierta flexibilidad potenciales problemas de liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos que han solicitado apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por lo tanto, Europa sigue necesitando un enfoque integral para

la resolución de crisis de deuda en caso de insolvencia que tenga en cuenta el hecho de que la inclusión de quitas a los inversores privados podría traer un riesgo elevado de contagio al resto de Europa, por lo que dicho enfoque tiene que ser diseñado cuidadosamente.

### **Las turbulencias en la periferia de Europa siguen sin afectar de manera importante al crecimiento en el conjunto de la Eurozona**

Así, el PIB ha seguido creciendo a un nivel sostenido en el primer trimestre de 2011, y se espera que alcance una tasa de alrededor del 0,6% t/t, tras el 0,4% registrado en el último trimestre de 2010. Esta aceleración es ficticia y se debe, simplemente, a los factores temporales ligados a la climatología, que frenaron la expansión a finales del año pasado, sobre todo en el sector de la construcción. De hecho, en el último mes del primer trimestre y en los pocos datos registrados para el mes de abril, parece apuntarse una cierta desaceleración del crecimiento, en línea con nuestro escenario de moderación para el resto del año. En media, el crecimiento económico podría ser este año similar al de 2010 y algo por encima de la tasa de crecimiento potencial, con cierta desaceleración en 2012 como consecuencia, sobre todo, del impacto acotado de los elevados precios del petróleo. Los factores que determinan esta recuperación a un ritmo más moderado que en ciclos pasados siguen centrados en la necesidad de desapalancamiento de los sectores público y privado y en la incertidumbre que la crisis financiera y soberana ha inducido sobre parte del sistema bancario europeo. De hecho, los tres grandes países de la zona empezarán a consolidar su déficit estructural en 2011, ya que hasta hace pocos meses aún seguían en marcha las medidas de expansión fiscal diseñadas a principios de 2009. A esto se añade un aumento progresivo de los tipos de interés, y un tipo de cambio respecto al dólar claramente apreciado en el corto y medio plazo respecto a sus valores de equilibrio, lo que puede restar marginalmente algo de fuerza a la recuperación.

Por países, Alemania ha seguido creciendo por encima de la media, gracias a la bonanza de sus exportaciones a países emergentes, sobre todo a Asia. Se espera que ese crecimiento diferencial se mantenga en 2011, aunque a un nivel menor, y que progresivamente la demanda interna actúe como relevo en la recuperación. Las bases para ello están presentes, ya que la tasa de paro ha estado cayendo durante casi todo 2010 en Alemania, en contraste con el resto de la zona. En Francia, la recuperación se ha acelerado en los últimos meses, aunque no alcanzará las tasas de crecimiento alemanas. Además, la economía francesa tiene que afrontar la reducción de un déficit público relativamente elevado, para lo que se ha impuesto objetivos ambiciosos hasta 2013, pero todavía no ha articulado medidas para cumplirlo. En el caso de Italia, a pesar de un buen comienzo de año, los indicadores más recientes han sido decepcionantes, y no se espera un crecimiento mucho mayor del 1% en 2011 y 2012, aunque en este caso las necesidades de consolidación fiscal son menores.

### **En EE.UU. es probable que se logre la consolidación fiscal, aunque después de un periodo prolongado de intensa negociación política**

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de una reducción de gastos sociales o de unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y una deuda sostenible, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

## **El riesgo de recalentamiento persiste en las economías emergentes. En el futuro, puede agravarse en Sudamérica, dado el impulso adicional derivado de un incremento de los precios de las materias primas**

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con un endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica si el precio de las materias primas aumenta, lo que induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada, abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

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

Después de haber cerrado el 4T10 con un avance trimestral del PIB de 0,2%, que situó el crecimiento para el conjunto de 2010 ligeramente por encima de nuestras expectativas (-0,1% frente a una previsión del -0,2%), la economía española habría comenzado el año 2011 mostrando de nuevo una mejora gradual de la actividad, en torno a dos o tres décimas del PIB en términos intertrimestrales, que confirma la continuidad de la débil recuperación emprendida un año atrás. Nuevamente, las previsiones realizadas a partir de los indicadores de coyuntura disponibles a la fecha de cierre de este informe indican que la composición del crecimiento estuvo caracterizada por el impulso de la demanda externa y la debilidad de la demanda interna, si bien una vez descontados los cambios en el tono de la política fiscal en el 2S10, se retomó la senda de recuperación de esta última, aunque aún lenta dada la languidez de sus fundamentales. En sintonía con este tímido ritmo de mejora, la economía española siguió siendo incapaz de crear empleo durante el primer trimestre de 2011, lo que unido al moderado detrimento de la oferta de trabajo, resultó en un nuevo repunte de la tasa de paro, esta vez de 1,0 pp hasta el 21,3% de la población activa. En síntesis, nuestro diagnóstico sobre la senda de débil crecimiento de la economía española en el corto plazo no se ha visto alterado de forma significativa.

En adelante, tampoco se esperan cambios abruptos en el patrón de crecimiento, si bien existen nuevos elementos que, junto a los factores que se detallaban en el último número de esta publicación<sup>1</sup>, condicionan significativamente su composición a lo largo del horizonte de predicción (2011-2012). En primer lugar, a la debilidad de los fundamentales de la demanda doméstica privada y la travesía de los agentes privados por el proceso de desapalancamiento, se suman la presión al alza sobre los precios del petróleo -de carácter transitorio, aunque más dilatada de lo que previamente se esperaba-, junto con el adelantamiento de las subidas tenues de los tipos de interés de referencia fijados por el Banco Central Europeo. Ambos factores suponen un sesgo adicional a la baja sobre el ritmo de recuperación de esta partida de la demanda agregada, aunque se espera que su impacto total sea de una magnitud moderada y se concentre en la parte final de nuestro horizonte de previsión. En contrapartida, a pesar de la persistencia de las tensiones financieras internacionales y el reciente episodio de contagio a la prima de riesgo española derivado del temor en los mercados ante una posible reestructuración de la deuda griega, se aprecia una tendencia de mejora de la percepción del riesgo a medio plazo de la economía española, lo que supone un menor sesgo a la baja dada la dependencia de la financiación externa.

En segundo lugar, la exposición reducida de la economía española en su conjunto, tanto a la economía portuguesa como a la japonesa, junto con el mantenimiento de las expectativas de crecimiento global y en Europa, permiten anticipar un mantenimiento del comportamiento positivo de las exportaciones españolas. En particular, cabe destacar que a la ausencia de una transmisión significativa de las tensiones financieras en Europa a su economía real, se añade un impacto igualmente limitado tanto del aumento de los precios del petróleo como del adelantamiento de las subidas en los tipos de interés. Adicionalmente, y a pesar de contar con un tipo de cambio del euro ligeramente más apreciado de lo que previamente esperábamos, cabe destacar que, descontados el aumento de los precios del petróleo y los cambios impositivos experimentados en el 2S10, el diferencial de precios respecto al área del euro, continuará en cotas relativamente moderadas. Este hecho permite descartar una reversión significativa de las ganancias de competitividad acumuladas durante el pasado ejercicio económico y, con ello, un deterioro de los intercambios con el resto del mundo.

Finalmente, dado el carácter improrrogable del proceso de consolidación fiscal en la economía española, el sector público continuará contribuyendo de forma negativa al crecimiento en el corto plazo, pero ahora lo hará con especial virulencia en aquellas comunidades autónomas que incumplieron los objetivos de déficit en 2010 y que, por lo tanto, necesitan implantar un plan más ambicioso para alcanzar la meta de 2011.

<sup>1</sup>: Véase *Situación España del primer trimestre de 2011*

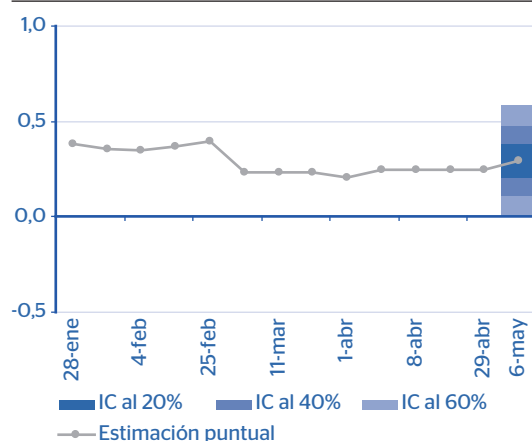
En síntesis, preveemos que el ritmo de avance de la economía española siga siendo tímido en el corto y medio plazo y que la economía crezca en torno al 0,9% en el conjunto del año. Como ya se adelantaba en el último número de esta publicación, la recuperación sostenida y generadora de empleo podría llegar en el tramo final de 2011, siendo 2012 el año en el que se consolide la recuperación. Si bien es cierto que las innovaciones en el escenario anteriormente descritas suponen, en balance, una reducción de nuestra previsión de crecimiento para 2012, de 0,3 pp hasta el 1,6%, es necesario resaltar que nuestro diagnóstico sobre la recuperación en la que se encuentra inmersa la economía española no ha cambiado significativamente. El momento coyuntural no dista de una situación de estancamiento y las perspectivas de crecimiento en el medio plazo, aunque han mejorado en el pasado año como consecuencia de las reformas llevadas a cabo por el Gobierno, son aún moderadas. En este contexto, siguen siendo imperativas políticas en pro de la corrección de los desequilibrios acumulados antes y durante la actual crisis económica, así como el mantenimiento del impulso reformador para fortalecer el crecimiento.

A nivel regional, el ritmo de crecimiento volverá a estar marcado por una amplia heterogeneidad, aunque en una magnitud menor a la observada durante el pasado ejercicio económico. El distinto grado de exposición de las comunidades autónomas 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. Por otro lado, a pesar de que la exposición de la economía española en su conjunto a la economía portuguesa es de una magnitud reducida, algunas regiones españolas podrían verse especialmente afectadas. 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.

### La economía española continuó creciendo de forma moderada en el primer trimestre de 2011

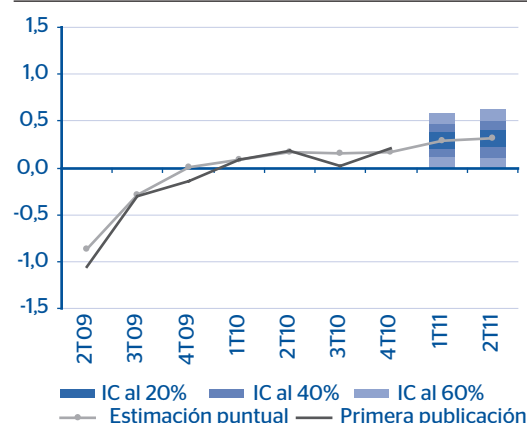
A falta de conocer los datos oficiales, los indicadores parciales de coyuntura muestran, en general, que el tímido avance que registró la economía española durante la mayor parte de 2010 se estaría prolongando durante la parte inicial del presente año. Así, las previsiones de corto plazo del PIB realizadas a partir del modelo MICA-BBVA<sup>2</sup> sugieren que durante el primer semestre de 2011 se registrarán tasas de crecimiento intertrimestral en torno a dos o tres décimas que, en todo caso, siguen confirmando que la actividad se mantiene cercana a una situación de estancamiento (véanse los Gráficos 3 y 4).

Gráfico 3  
España: previsiones de crecimiento del PIB para 1T11 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (% t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)

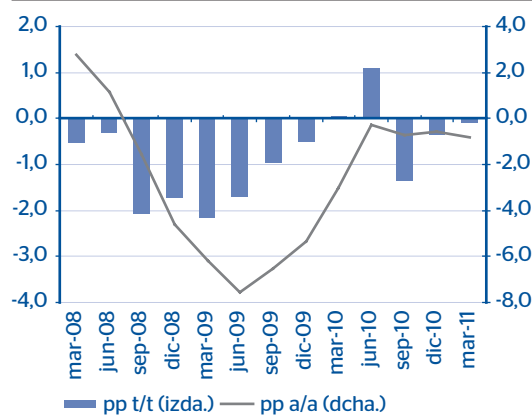


\* Previsión actual 6 de mayo de 2011  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

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.

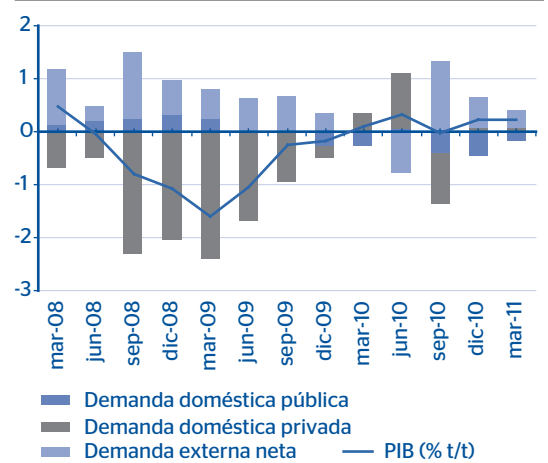
Adicionalmente, la información coyuntural relativa al primer trimestre del año conocida a la fecha de cierre de este informe, indica que la composición del crecimiento en ese trimestre habría estado nuevamente marcada por el impulso de la demanda externa, mientras que la demanda interna, en virtud de la debilidad de sus fundamentales y los factores puntuales que vienen condicionando su evolución reciente (vg., ajuste de las finanzas públicas), habría vuelto a contribuir negativamente al crecimiento, tanto en términos interanuales como en términos intertrimestrales (véase el Gráfico 5). No obstante, una vez descontada buena parte de la presión a la baja derivada de la aceleración del proceso de consolidación fiscal en el 2S10, la demanda doméstica privada habría retomado su senda de recuperación manteniendo una contribución trimestral positiva, aunque aún notoriamente reducida, al crecimiento económico en el 1T11 (véase el Gráfico 6).

Gráfico 5  
**España: contribuciones de la demanda interna al crecimiento del PIB**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6  
**España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)**



\* Previsión actual 6 de mayo de 2011  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

### La demanda privada se mantuvo en positivo durante el 1T11, si bien sigue mostrando signos claros de debilidad

Tras un año marcado por los efectos del proceso de consolidación fiscal sobre las decisiones de gasto de los hogares, 2010 se cerró con un aumento del consumo privado del 0,3% t/t, confirmando que la contracción del gasto provocada por la finalización de los programas de estímulo de la demanda y la adopción de una política fiscal más restrictiva se concentró en 3T10. El comportamiento del consumo durante 4T10, ligeramente mejor de lo esperado, estuvo apoyado en una evolución de la renta disponible de los hogares menos desfavorable de lo previsto provocada por el aumento de las rentas no salariales netas y de las transferencias corrientes recibidas (véase el Gráfico 7).

Cuando se analiza la composición del consumo se observa que la demanda de bienes no duraderos y de turismos compensó el estancamiento del gasto en servicios y la caída de las disponibilidades de duraderos en 4T10. Por el contrario, durante el inicio de 2011 han sido las demandas de duraderos -incluidos turismos- y de servicios las que han impulsado el consumo de los hogares (véase el Cuadro 1). Con todo, la debilidad de sus determinantes, el adelantamiento de gasto a 1S10 y la incertidumbre, todavía elevada, han limitado el crecimiento del consumo durante el primer trimestre. Así, tanto el indicador sintético de consumo BBVA (ISC BBVA) como el Modelo de Indicadores Coincidentes de Consumo BBVA (MICC BBVA) sugieren que el aumento trimestral del gasto se situará en una cifra similar a la registrada en 4T10 (véase el Gráfico 8).

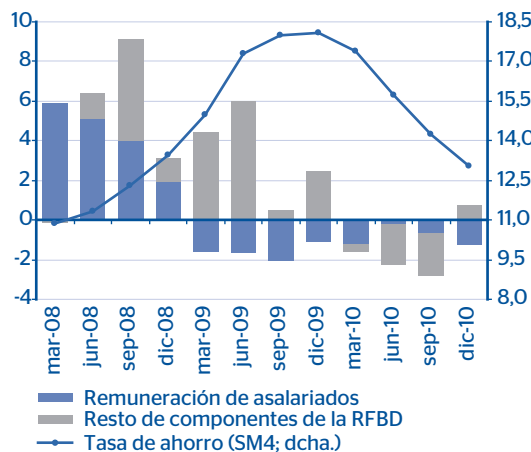
El Servicio de Estudios  
del Grupo BBVA

Cuadro 1  
España: indicadores de gasto en consumo (Datos CVEC)

	Disponibilidades de bienes de consumo			Matriculaciones de turismos	Ventas interiores de grandes empresas	Índice de cifra de negocios del sector servicios	Comercio al por menor
	Totales	Duraderos	No duraderos				
<b>% t/t</b>							
1T10	-2,3	-12,6	-0,6	2,3	2,8	0,4	1,2
2T10	2,8	7,6	7,5	0,5	0,0	2,1	-0,9
3T10	-4,9	-17,6	-5,9	-32,4	-0,4	-2,5	-1,6
4T10	-1,1	-12,1	1,2	3,3	-0,4	-0,1	-1,1
1T11	0,0	8,7	-1,0	4,4	-5,1	0,9	-2,2
<b>% m/m</b>							
ene-11	5,1	11,8	13,9	2,0	-4,0	0,6	-0,6
feb-11	-2,9	0,6	-7,0	2,8	1,4	0,3	0,6
mar-11	0,6	-3,2	6,4	2,0	-4,6	0,2	-2,3

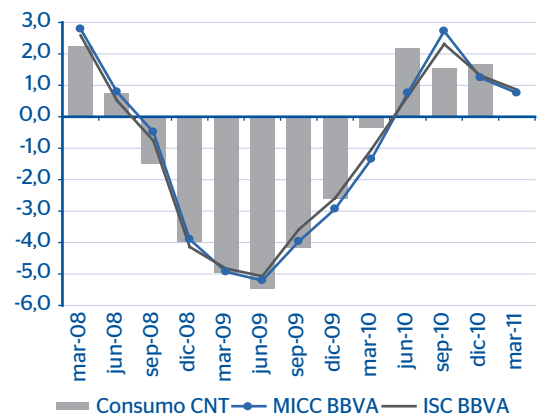
Las cifras sombreadas son previsiones  
Fuente: BBVA Research a partir de MEH, ANFAC, AEAT e INE.

Gráfico 7  
España: contribuciones al crecimiento interanual de la RFBD nominal y tasa de ahorro de los hogares (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 8  
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares (% a/a)



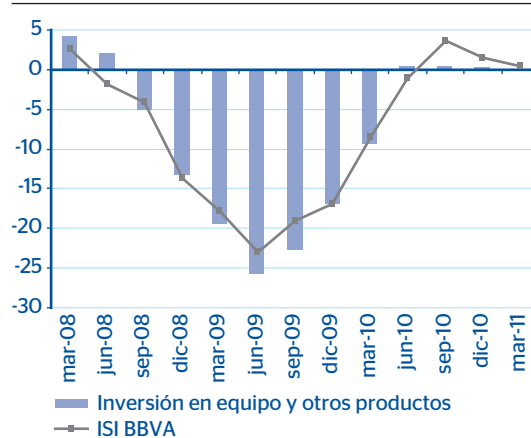
Fuente: BBVA Research a partir de INE y MEH

En relación con la inversión empresarial, la información coyuntural del primer trimestre permite adelantar un avance de esta partida de la demanda agregada similar al registrado en el 4T10 (véase el Gráfico 9). No obstante, a la luz de la heterogeneidad en el comportamiento de los sectores productivos de la economía española derivado, al menos en parte, de la dicotomía entre la fortaleza de la demanda externa y la debilidad de la interna, las señales siguen siendo mixtas en lo relativo a la inversión en equipo. Así, mientras que el inconcluso ajuste de los sectores más orientados a la economía interna (en particular, el sector de la construcción) previsiblemente habría seguido lastrando el avance de esta partida de la inversión, el empuje de los sectores más orientados hacia el exterior lo habría continuado impulsando. En concreto, contrasta la corrección a la baja de las ventas de vehículos industriales -tras un intenso repunte del 10% t/t CVEC en el 4T10-, con el avance tanto del IPI de bienes de equipo como de la cartera de pedidos y el previsto de las importaciones de bienes de capital (véase el Gráfico 10).



Gráfico 9

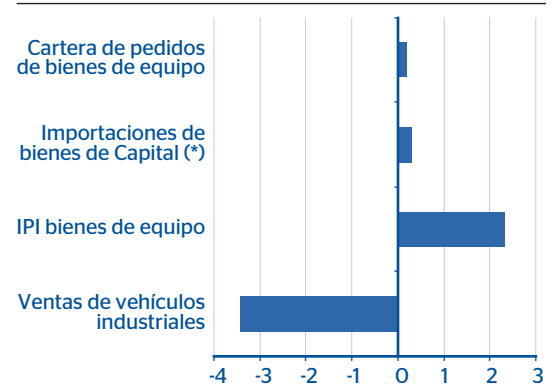
España: inversión en equipo y otros productos e indicador sintético de inversión ISI-BBVA (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 10

España: evolución de los indicadores de inversión en equipo en el 1T11 (datos CVEC, % t/t)



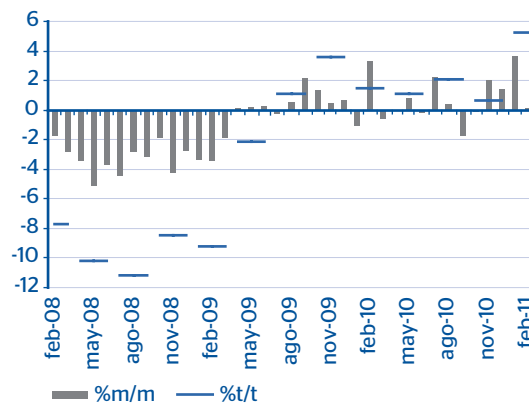
(\*) último dato disponible: Feb-2011

Fuente: BBVA Research con datos del INE, Aduanas, MICT y MEH

Por su parte, la inversión en vivienda sigue marcada por la atonía del mercado inmobiliario, el cual continúa mostrando signos de debilidad, aunque de menor calado que en trimestres anteriores. Los datos disponibles del primer trimestre del año referidos a la demanda muestran un mejor comportamiento del esperado. Los datos de compraventas de viviendas de los dos primeros meses del año han sido positivos según la estadística del INE (véase el Gráfico 11). Sin embargo, la lectura de estos datos debe hacerse con la debida cautela ya que podrían estar influenciados por la diferencia temporal, de hasta tres meses, que puede existir desde que se realiza la compra de una vivienda hasta que se inscribe en el Registro de la Propiedad, fuente de los datos. Así, parte del buen comportamiento de la demanda que reflejan los datos en el comienzo del año puede corresponderse con operaciones realizadas a finales de 2010, cuando se apreció un aumento de las compras de aquellas personas que querían beneficiarse de la deducción por adquisición de vivienda habitual, cuya parte estatal (y autonómica en la mayoría de las comunidades autónomas) fue eliminada para contribuyentes con bases imponibles superiores a 24,1 miles de euros desde el pasado mes de enero. Ante la debilidad de la demanda, los precios en 1T11 han respondido con recortes algo más intensos que en los trimestres precedentes, tal y como se esperaba.

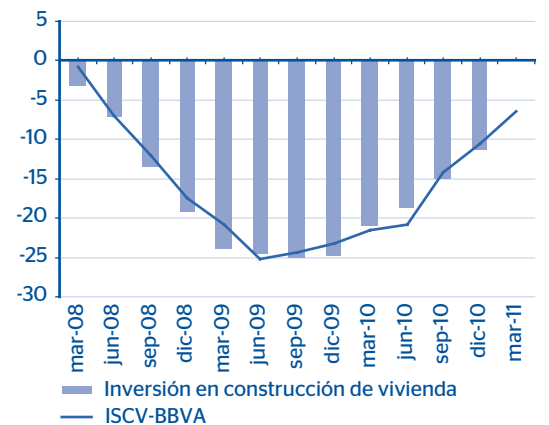
En lo que respecta a la actividad residencial, los datos de visados de obra nueva de los dos primeros meses del año permiten hablar de una tímida recuperación. Una mejoría motivada, en gran medida, por un efecto base dada la reducida actividad de 2010, año en el que se firmó el menor número de visados de los últimos treinta años. Pero también por la necesidad de iniciar la construcción de nuevas viviendas en los principales centros de actividad económica. La desigual localización geográfica del stock de viviendas sin vender y el largo proceso de construcción de una vivienda (entre 18 y 24 meses) podrían estar comenzando a movilizar al sector a iniciar viviendas, algo que lentamente podría ir reflejándose en la inversión residencial. Por lo pronto, en el 1T11 esperamos que ésta registre una contracción del 2,5% t/t, similar a la del trimestre anterior (véase el Gráfico 12) pero más moderada que la de los trimestres anteriores.

Gráfico 11  
España: compraventas de viviendas (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 12  
España: inversión en construcción residencial e indicador sintético ISCV BBVA (% a/a)



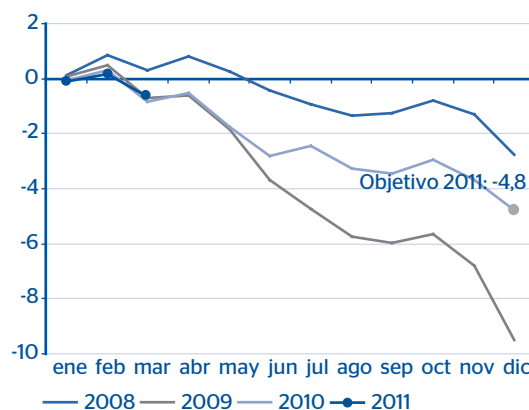
Fuente: BBVA Research a partir de INE y MEH

### Mientras tanto, los datos de ejecución presupuestaria del Estado siguen siendo consistentes con el ajuste de la demanda del sector público

Pese a que la ejecución presupuestaria del Estado en 2011 está condicionada por el sistema de financiación autonómica que se aplica íntegramente por primera vez este año (lo que implica un descenso en los pagos por transferencias a las comunidades autónomas y unos menores ingresos tributarios del Estado por el aumento del porcentaje de cesión a las mismas), de los datos conocidos del primer trimestre puede observarse que continúa el ajuste en el gasto en la administración central, con caídas generalizadas en todas sus partidas, salvo en el gasto por intereses. Nuevamente, el recorte se concentra en el gasto de inversión, en las transferencias corrientes y, en menor medida, en la remuneración de asalariados. Por el lado de los ingresos, la recaudación acumulada a marzo de 2011 sigue mostrando señales de recuperación de los ingresos tributarios, aunque algo más moderadas que las observadas en meses anteriores (véase el Gráfico 14).

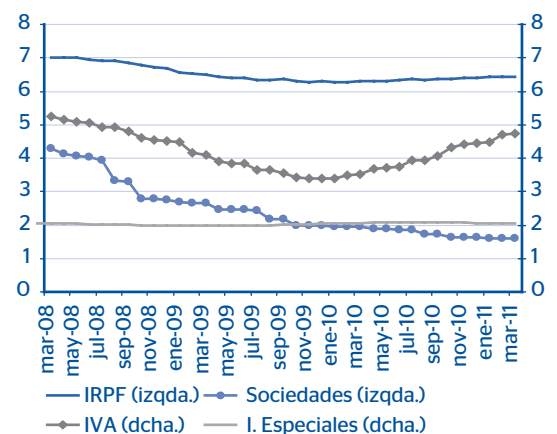
En cuanto al sector autonómico, la última información disponible correspondiente al avance del cierre de 2010 muestra un compromiso desigual con el proceso de consolidación fiscal, registrando un incumplimiento generalizado del objetivo de estabilidad. Así pues, con una recuperación todavía débil de las bases tributarias, y en un trimestre en el que se han elaborado los planes de ajuste fiscal de las diferentes comunidades, la presión del ajuste fiscal se concentra en el recorte del gasto, por lo que cabría esperar una moderación adicional del gasto autonómico en este primer trimestre del año.

Gráfico 13  
Administración central:  
saldo no financiero (acumulado anual, % del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 14  
Ingresos tributarios en  
términos homogéneos (acumulado anual, % del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de AEAT e INE

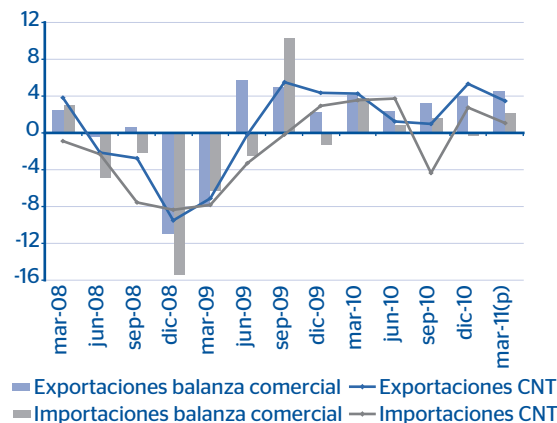
Así pues, el ajuste del gasto corriente se ha visto acompañado por la moderación progresiva de la demanda del sector público en términos reales, por lo que el consumo público volvería a registrar crecimientos prácticamente nulos en este primer trimestre del año. En esta misma línea, la inversión en construcción no residencial previsiblemente se contrajo también en el 1T11, aunque a este deterioro habría contribuido, además del sector público, el intenso ajuste por el que atraviesa la actividad constructora privada en la actualidad.

**En los primeros compases de 2011, la demanda externa neta continuaría ejerciendo de palanca del crecimiento a corto plazo**

En un contexto donde el crecimiento económico mundial muestra ser más resistente de lo esperado a los efectos adversos derivados del incremento del precio del crudo, de las tensiones financieras en Europa y del adelanto de subidas de tipos de interés por parte del BCE, el buen comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios de la economía española se mantiene, anticipándose un crecimiento trimestral para 1T11 del 3,1% en términos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNT). De este modo, los indicadores desglosados de la balanza comercial correspondientes a 1T11 y disponibles a día de hoy apuntan a una previsión elevada de crecimiento trimestral para el total de las exportaciones reales de bienes (4,4%), evidenciando el pulso exportador que todavía mantiene la economía española a pesar de la evolución desfavorable del tipo de cambio nominal frente al dólar al inicio de 2011. Por su parte, las importaciones reales de bienes de balanza comercial permiten adelantar un crecimiento intertrimestral en torno al 2% (1% en términos de la CNT), en línea con la evolución esperada de la demanda doméstica privada (véase el Gráfico 15).

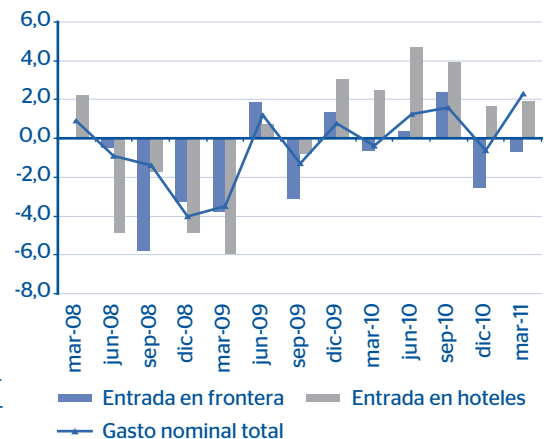
En relación con los indicadores adelantados del sector servicios, el comportamiento de las exportaciones de servicios turísticos apunta a un comienzo de año caracterizado por una ralentización en el deterioro de la entrada de no residentes en España tras la contracción experimentada en el último tramo del pasado año (véase el Gráfico 16). La recuperación de la actividad en el sector se afianza con el crecimiento adicional observado en 1T11 de las pernoctaciones hoteleras de no residentes así como del gasto nominal total, que podría recuperar un crecimiento trimestral positivo no registrado desde el comienzo de la crisis (2,3 % t/t CVEC). Despejadas las dudas sobre los paros convocados en AENA para el presente año y teniendo en cuenta el posible efecto desplazamiento proveniente de los cambios en el clima social y político en los países árabes del arco mediterráneo, se anticipa un comportamiento positivo del sector durante buena parte del año.

Gráfico 15  
España: exportaciones e importaciones reales de bienes (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 16  
España: entradas y gasto de turistas no residentes (% t/t, CVEC)



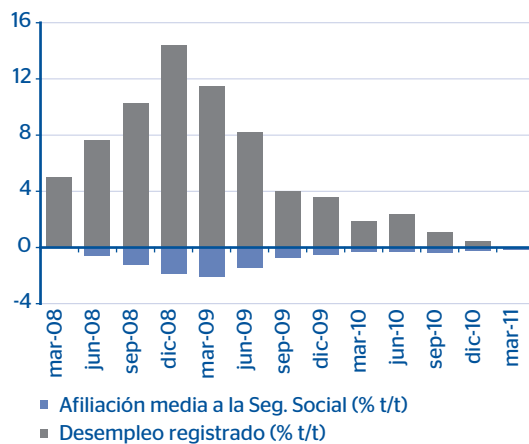
Fuente: BBVA Research a partir de INE, Frontur y EGATUR

En último lugar, el proceso de ajuste del saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente de la economía española atravesaría, en 1T11, un período de estabilización en el que el déficit se situaría en torno al 4,5% del PIB. La coyuntura desfavorable que se deriva del incremento del precio del petróleo ha propiciado un deterioro del déficit comercial energético, compensado, en su conjunto, por el buen momento exportador del que todavía disfruta la economía española, sin embargo, insuficiente para reducir el déficit del primer trimestre del año.

### El mercado laboral continuó caracterizado por una situación de estancamiento durante 1T11

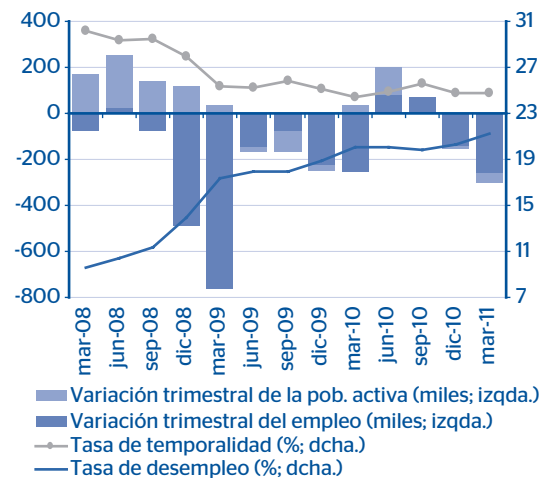
Los registros del mercado laboral permanecieron estables en 1T11. Cuando se excluyen los cambios provocados por motivos estacionales y de calendario, se observa que la economía todavía fue incapaz de crear empleo, si bien el aumento del paro continuó desacelerándose: mientras que la afiliación media a la Seguridad Social disminuyó prácticamente lo mismo que en el trimestre precedente (un -0,3% t/t CVEC frente a un -0,2% en 4T10), el crecimiento del número de desempleados registrados en los Servicios Públicos de Empleo se ralentizó hasta el 0,1% t/t CVEC desde el 0,5% t/t en 4T10 (véase el Gráfico 17). La Encuesta de Población Activa (EPA), correspondiente al 1T11, confirmó la evolución apuntada anteriormente. La ocupación se redujo en línea con lo esperado, principalmente por causas no estacionales (-256,5 miles de empleos en términos brutos, -86,4 miles CVEC). A pesar de la ligera disminución de la población activa (-43,0 miles de personas), la destrucción de empleo -concentrada en los asalariados con contrato indefinido y en los trabajadores de la industria y de la construcción- provocó un repunte de la tasa de paro hasta el 21,3% y un estancamiento de la tasa de temporalidad en el 24,8% (véase el Gráfico 18).

Gráfico 17  
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 18  
España: datos del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

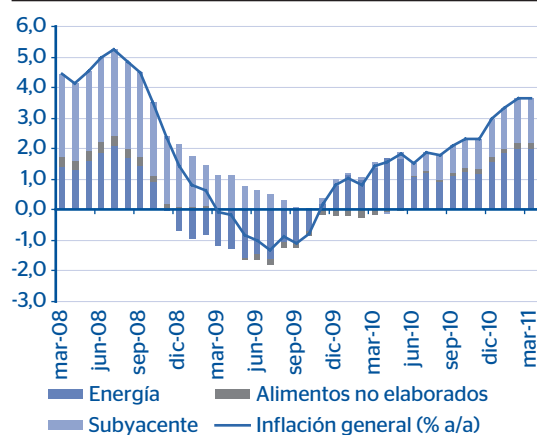
### La inflación se mantuvo al alza en la parte inicial del año como consecuencia del repunte de los precios de las materias primas

El tramo inicial del año volvió a estar marcado por los aumentos del precio del crudo y de los alimentos. La inflación general repuntó a finales del primer trimestre hasta el 3,6% a/a (3,8% en abril según el dato avance del INE), de los cuales 2,2pp son directamente atribuibles al componente energético, fundamentalmente, y los alimentos no elaborados, y 1,4pp al componente subyacente (véase el Gráfico 19). De forma indirecta, el repunte de las materias primas también se ha dejado notar en los componentes más sensibles a las mismas (vía translación de los mayores precios del productor), como es el caso de los alimentos elaborados y el del viaje organizado, cuya contribución al repunte de los precios generales al consumo se sitúa en torno a 0,5pp y 0,1pp, respectivamente. Descontadas estas dos partidas, la inflación tanto en los servicios como en los bienes industriales no energéticos continúa en cotas relativamente moderadas, de tal forma que su contribución a la inflación general se sitúa alrededor de 0,7pp

y 0,2pp, respectivamente. En síntesis, el repunte de los precios de las materias primas se ha dejado notar de forma directa a través de su consumo final y de forma indirecta a través de su consumo intermedio, si bien -dada la debilidad de la demanda interna y la elevada tasa de paro- no se observan signos claros de la presencia de efectos de segunda ronda. En términos comparados, el diferencial de inflación respecto a la zona del euro - principal socio comercial de la economía española - se situó en marzo en torno a 0,7pp para la inflación general (0,1pp para la inflación subyacente), lo que responde, en gran medida, a los cambios impositivos introducidos en la economía española durante el 2S10 y, por tanto, no implica una pérdida significativa de competitividad-precio. Así, como se observa en el Cuadro 2, mientras que el diferencial de inflación teniendo en cuenta los mayores impuestos se mantuvo en promedio en torno a 0,4pp tanto en el 1S10 como en el 2S10, los datos publicados por Eurostat indican que a impuestos constantes se produjo una moderación hasta los -0,4pp en el 2S10 desde el 0,1pp en el 1S10<sup>3</sup>.

Gráfico 19

**España: contribuciones al crecimiento de la inflación general**



Fuente: BBVA Research a partir del INE

Cuadro 2

**Diferenciales de inflación respecto al área del euro**

		Incluyendo impuestos variables	A impuestos constantes
2008	1S	1,1	1,2
	2S	0,7	0,7
2009	1S	-0,7	-0,9
	2S	-0,4	-0,7
2010	1S	0,4	0,1
	2S	0,4	-0,4

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

**Escenario 2011-2012: la recuperación sostenida y generadora de empleo podría llegar en el tramo final de 2011**

Como adelantábamos en la introducción de esta sección, es de prever que el ritmo de recuperación de la economía española continúe siendo tímido en el corto y medio plazo. El PIB continuará exhibiendo tasas de crecimiento intertrimestral positivas, aunque de una magnitud moderada, que se trasladarán en un crecimiento del 0,9% para el conjunto del ejercicio económico (véase el Cuadro 3). En el tramo final de este año, se espera que comience la recuperación sostenida de la actividad que vendrá acompañada por las primeras señales positivas en lo que respecta a creación de empleo, si bien no será hasta 2012 -año en que la economía crecerá en torno al 1,6%- cuando vuelva a aumentar la ocupación en términos netos. No obstante, tal y como se analizaba en detalle en la edición anterior de esta publicación, la tasa de paro continuará creciendo en 2011 y tan solo disminuirá levemente durante la segunda mitad de 2012<sup>4</sup>.

3. Los cambios metodológicos en el cómputo del IPC armonizado introducidos a principios de año se han traducido en un aumento de la volatilidad de estas series. En consecuencia los datos con frecuencia mensual deben ser interpretados con cautela.

4. Es probable que durante el próximo bienio el umbral de crecimiento que haría disminuir la tasa de desempleo se sitúe por debajo del 2% ya que, dadas las proyecciones demográficas desfavorables elaboradas por el INE 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.

Cuadro 3

**España: previsiones macroeconómicas**

<b>(a/a %, salvo indicación contraria)</b>	<b>1T10</b>	<b>2T10</b>	<b>3T10</b>	<b>4T10</b>	<b>1T11</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Consumo hogares	-0,3	2,2	1,5	1,7	0,9	1,3	0,4	0,9
Consumo AA.PP.	-1,1	-0,1	-0,7	-0,9	-0,4	-0,7	-1,1	-0,3
FBCF	-10,5	-6,7	-6,7	-6,1	-5,3	-7,5	-3,8	2,4
Equipo y otros productos	-9,3	0,5	0,2	0,1	1,1	-2,1	1,3	4,0
Equipo	-4,6	8,7	2,4	1,2	2,0	1,9	2,6	4,9
Construcción	-11,3	-11,3	-11,2	-10,6	-9,9	-11,1	-7,7	1,2
Vivienda	-20,9	-18,7	-15,1	-11,4	-9,2	-16,5	-7,5	3,6
Resto	-4,1	-5,9	-8,7	-10,1	-10,3	-7,2	-7,8	-0,1
Var. existencias (*)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,0</b>
Exportaciones	9,4	11,9	9,4	10,5	9,2	10,3	10,6	6,2
Importaciones	2,0	9,6	5,0	5,3	3,1	5,5	3,7	3,6
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>1,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>
<b>PIB pm</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>
<b>Pro-memoria</b>								
PIB sin inversión en vivienda	-0,2	1,1	1,2	1,3	1,2	0,9	1,3	1,5
PIB sin construcción	0,3	1,9	2,1	2,5	2,3	1,7	2,1	1,6
Empleo total (EPA)	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-1,3	-2,3	-0,7	0,8
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	20,0	20,1	19,8	20,3	21,3	20,1	20,8	20,5
Empleo total (e.t.c.)	-3,9	-2,4	-1,6	-1,4	-1,4	-2,4	-0,7	0,7

(\*) contribuciones al crecimiento

Fuente: INE y previsiones BBVA Research

En lo que respecta a la composición del crecimiento, la actualización de nuestro escenario económico para 2011 y 2012 contiene varios elementos novedosos que, en balance, suponen una presión adicional a la baja principalmente sobre el ritmo de recuperación de la demanda interna y, en consecuencia, una revisión marginal en nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2012 (de -0,3pp). En primer lugar, a la necesidad de mantener el ritmo de avance del ajuste de las finanzas públicas estatales, se añade el incumplimiento de los objetivos de déficit del conjunto de comunidades autónomas en 2010 lo que, teniendo en cuenta el carácter ineludible del proceso de consolidación fiscal, implica que el actual tono contractivo de la política fiscal tendrá que mantenerse tanto en el corto como en el medio plazo siendo necesario, además, un refuerzo de los mecanismos de disciplina fiscal en los distintos niveles de administraciones públicas (véase la sección 5 de este informe). En segundo lugar, los elevados precios del crudo junto con la consecuente anticipación de la corrección progresiva y moderada del carácter acomodaticio de la política monetaria, introducen un sesgo adicional a la baja sobre las decisiones de consumo e inversión de los agentes privados, ya condicionadas por la debilidad de sus fundamentales y el avance gradual en la corrección de los desequilibrios acumulados antes y durante la actual crisis económica. En contrapartida, a pesar de la persistencia de las tensiones financieras internacionales y el reciente episodio de contagio a la prima de riesgo española derivado del temor en los mercados financieros ante una posible reestructuración de la deuda griega, se aprecia una tendencia de mejora de la percepción del riesgo a medio plazo de la economía española, lo que supone un menor sesgo a la baja dada la dependencia de la financiación externa.

En lo relativo a los precios del petróleo cabe destacar que, si bien el episodio de presiones al alza se dilatará en el tiempo más de lo que previamente se esperaba, los factores transitorios que le subyacen hacen prever un impacto moderado sobre la actividad que se concentrará muy probablemente en la parte final de nuestro horizonte de previsión. A diferencia de otros episodios

recesivos derivados y/o agravados por el encarecimiento de las materias primas, el actual surge en gran parte por la incertidumbre respecto al abastecimiento futuro ante los conflictos geopolíticos en los países productores de petróleo del arco mediterráneo (aumento precautorio de la demanda), más que por una restricción efectiva de las cantidades producidas (reducción de la oferta). Como se explica en el Recuadro 1, este tipo de *shocks* tiene un impacto sobre la actividad sensiblemente menor al de un *shock* puro de oferta debido, principalmente, a que no entraña un deterioro pronunciado de la utilización de la capacidad productiva a escala global.

Asimismo, se espera que el impacto del adelantamiento de las tenues subidas de los tipos de interés de referencia fijados por el BCE sea de una magnitud moderada y se deje notar principalmente en 2012. En particular, el efecto esperado sobre las cargas financieras tanto de empresas como de hogares sería limitado y éstas se mantendrán en niveles cercanos a sus mínimos históricos.

Por su parte, el avance mostrado a nivel europeo en los procesos de resolución de crisis de deuda soberana, unido a la acción del Gobierno español que ha implementado de reformas estructurales que deberían tener un impacto moderadamente positivo sobre la capacidad de crecimiento de la economía, suponen una mejora de las expectativas que se ha traducido en una reducción de la prima de riesgo desde el inicio del primer trimestre del año. En particular, esperamos que la prima de riesgo se encuentre entre 40 y 50pb por debajo de lo que se preveía en el escenario base de febrero, lo que en sí mismo debería impulsar la actividad económica.

Prosiguiendo con la enumeración de las novedades en el escenario económico para 2011-2012, se encuentra en tercer lugar un tipo de cambio del euro ligeramente más apreciado que se deriva, al menos parcialmente, de algunos de los elementos anteriormente descritos. Teniendo en cuenta que la mayor parte de los flujos hacia el exterior de la economía española se dirige hacia los países socios de la unión monetaria, y que el impacto en la actividad del conjunto de la economía europea, tanto de aumento de los precios del petróleo como de adelantamiento de las subidas de los tipos de interés y la apreciación de la moneda única es de carácter moderado, se espera un impacto igualmente reducido en los flujos comerciales de la economía española. Adicionalmente, como ya se ha comentado anteriormente, conviene volver a hacer hincapié en que, descontados el aumento de los precios de las materias primas y los cambios impositivos experimentados por la economía española en el 2S10, el diferencial de precios respecto al área del euro continuará previsiblemente en cotas relativamente moderadas, lo que permite descartar una reversión significativa de las ganancias de competitividad acumuladas en 2010.

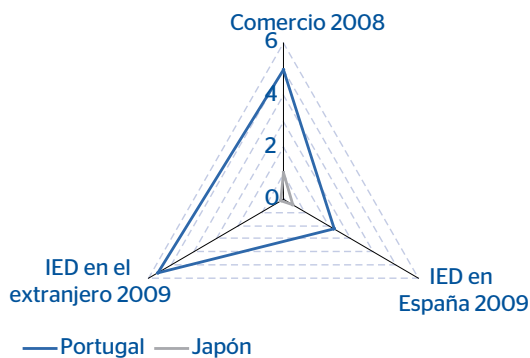
Descontados los principales factores que condicionan la evolución de la economía española en el corto y medio plazo, existen dos innovaciones adicionales en el panorama económico internacional que juegan un papel secundario en nuestro escenario: el shock negativo experimentado por la economía japonesa tras las recientes catástrofes naturales y el previsible deterioro de la economía portuguesa tras verse abocada a acudir a la ayuda internacional para hacer frente a sus obligaciones. Dada la reducida exposición de la economía española en su conjunto a estos dos países, especialmente respecto a Japón, los efectos de ambos shocks serán de una magnitud limitada, si bien, como se comenta en el siguiente epígrafe de esta sección, algunas regiones españolas con un grado de exposición mayor, en particular a la economía portuguesa, podrían verse más afectadas. Respecto a Portugal, los canales reales de transmisión más relevantes son las exportaciones y el stock de Inversión Extranjera Directa (IED) española en este país, mientras que los efectos de una contracción de la economía japonesa vendrían por el lado de las importaciones, tanto de bienes intermedios como de capital, y una desinversión de capital que, al menos de momento, resulta poco factible. Sin embargo, estos canales de transmisión darían lugar a unos efectos moderados en el caso de Portugal y prácticamente nulos en el de Japón (véanse los Gráficos 20 y 21).

A pesar de que Portugal es el cuarto socio comercial de España y el séptimo país receptor de IED española, la exposición de España al riesgo portugués está relativamente acotada. Así, en el año 2008, el comercio de bienes y servicios con Portugal representó el 5,0% del comercio total de España (2,9% del PIB) y el stock de IED española en Portugal constituyó en 2009 el 5,6% de la IED española total en el extranjero (2,4% del PIB). En consecuencia, una eventual reducción de la demanda portuguesa, tanto de importaciones como de capital extranjero, no tendría un impacto elevado ni en el total los flujos comerciales, ni en la posición de inversión internacional del conjunto de la economía española. Sin embargo, es importante señalar que el efecto a



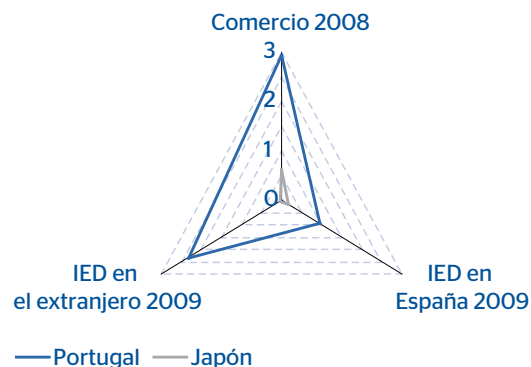
nivel sectorial en España sería heterogéneo. Aunque el segmento más expuesto a la economía portuguesa serían las exportaciones de manufacturas diversas, el mayor impacto podría darse en el sector del automóvil. En términos de IED, el segmento más expuesto sería el comercio.

Gráfico 20  
España: exposición a Portugal y Japón en términos de comercio e inversión (% del total)



Fuente: BBVA Research a partir de EUROSTAT y DATACOMEX

Gráfico 21  
España: exposición a Portugal y Japón en términos de comercio e inversión (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de EUROSTAT y DATACOMEX

Mención aparte merecen las perspectivas de crecimiento de los principales componentes de la demanda agregada una vez pormenorizados los nuevos factores que marcan, a grandes rasgos, el escenario para el próximo bienio. En cuanto al consumo privado, el dato del 4T10 confirmó que el grueso del ajuste del gasto derivado de la aceleración del proceso de consolidación fiscal se concentró en 3T10, lo que se traduce en una ligera revisión al alza de la cifra prevista para 2011. No obstante, el adelantamiento al primer semestre de 2010 de las compras de bienes y servicios que habrían tenido lugar durante el año actual, tendrá un efecto base negativo sobre el consumo de los hogares durante la primera mitad de 2011 que se irá diluyendo a lo largo del horizonte de predicción. Con todo, la visión sobre la evolución del gasto en consumo de los hogares durante los dos próximos años no difiere de la presentada en la revista Situación España precedente. Así, la debilidad de los determinantes del gasto limitará su crecimiento, situándolo por debajo del registrado en 2010.

Si bien las presiones inflacionistas y el aumento de los tipos de interés oficiales contribuirán a limitar el crecimiento del consumo privado, el efecto negativo sobre el gasto de ambos elementos se apreciará con mayor intensidad en 2012. A pesar de que la disminución de la renta familiar bruta disponible nominal en 4T10 fue inferior a la esperada, la menor creación de empleo y la revisión al alza de las expectativas de inflación inducirán una evolución menos favorable de lo previsto de la renta real en 2011 y 2012. Paralelamente, el aumento de los tipos de interés provocará una elevación de los tipos de interés de los préstamos que se traducirá en un incremento leve de la carga financiera de los hogares hasta situarse en el entorno del 14% en ambos años<sup>5</sup>. Tampoco la riqueza, principalmente la inmobiliaria, contribuirá positivamente al crecimiento del consumo, dada la caída prevista de los precios de la vivienda durante los próximos trimestres. Por el contrario, aunque la incertidumbre permanecerá relativamente elevada, no se esperan aumentos de la tasa de ahorro asociados a episodios de pérdida de confianza por parte de los consumidores.

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, las mayores presiones inflacionistas en Europa y el consecuente aumento de los tipos de interés, se observen avances más moderados en los beneficios empresariales de lo previsto hace tres meses, así como una mayor presión en el coste real de uso del capital. Ambos factores contribuirán de forma menos positiva de lo inicialmente previsto al crecimiento de la inversión empresarial en el medio plazo. En compensación, dada la dependencia de la economía española de la financiación externa, la mejora en el medio plazo de la prima de riesgo española supondrá un menor 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 1,3%, tras tres años consecutivos de caída, no siendo hasta 2012 cuando se darán las condiciones necesarias para observar un crecimiento nuevamente robusto de esta partida de la demanda agregada, esta vez en torno al 4%.

<sup>5</sup>: Adicionalmente, el aumento de los tipos de interés oficiales podría incrementar la rentabilidad de los depósitos, incentivando el ahorro en detrimento del consumo.



La política monetaria menos expansiva también se dejará notar en el mercado inmobiliario, aunque de manera limitada. El adelantamiento de las subidas de los tipos de interés se ha reflejado ya en un ascenso del Euribor, principal tipo de referencia hipotecario, que previsiblemente se mantendrá en cotas relativamente bajas durante los dos próximos años, acotando, en parte, el impacto negativo sobre las decisiones de demanda de vivienda. A su vez, durante el presente año y el 2012 seguirá reduciéndose el volumen de sobreoferta de vivienda, lo que favorecerá la recuperación de la actividad residencial de forma gradual. Así, aunque seguimos esperando una nueva contracción de la inversión residencial en 2011 (-7,5%) -mucho más moderada que la de años anteriores-, la lenta recuperación de la actividad se irá trasladando paulatinamente a esta partida de la demanda, siendo 2012 el año en el que comenzaremos a observar un crecimiento positivo (3,6%).

Por último, como se ha argumentado en números anteriores de este informe, el soporte del crecimiento económico de España en el medio plazo provendrá del sector exterior. El mantenimiento de las expectativas de crecimiento europeo y global permite anticipar una expansión de las exportaciones elevada y cercana al 11% en 2011, aún descontando la senda de apreciación del tipo de cambio euro-dólar<sup>6</sup>. De cara a 2012, se espera una ralentización en el crecimiento de las exportaciones, consecuencia de la materialización a medio plazo de los efectos adversos, aunque limitados, que la subida de tipos de interés en Europa y el shock petrolífero tendrán sobre el crecimiento internacional, a la vez que la mejora de los fundamentales vinculados al consumo doméstico y el mercado de trabajo en España permitirían cierto optimismo en relación al comportamiento importador de la economía. De este modo, cerca de un cuarenta por ciento del crecimiento en 2012 vendría todavía de la mano de la contribución del sector exterior.

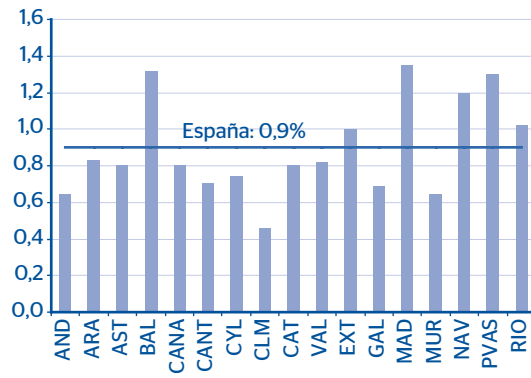
### **La demanda interna, condicionada por los ajustes fiscales autonómicos, y el turismo, factores de diferenciación en el crecimiento regional**

En un contexto de menor crecimiento previsto para 2012 que hace tres meses, el comportamiento de las distintas regiones españolas se verá marcado por su posición relativa frente a los desequilibrios causantes de la crisis y ocasionados por ella, pero también por las necesidades de ajuste fiscal (véase Situación España de febrero 2011). Por el contrario, tanto el aumento de los precios del crudo como el adelantamiento de las subidas de los tipos de interés tendrán un efecto relativamente similar y moderado en las distintas economías regionales que, en media, verán su crecimiento aminorado en torno a tres décimas en 2012 respecto a las proyecciones previamente publicadas.

---

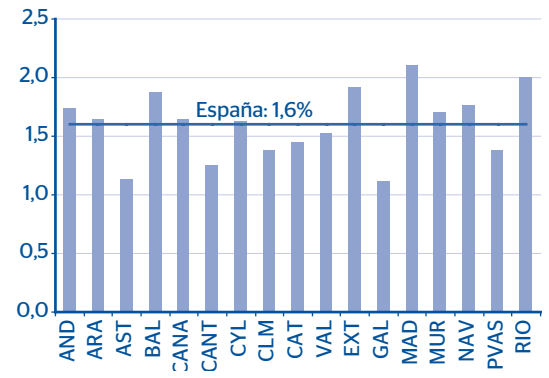
6: Estimaciones recientes revelan una menor sensibilidad de las exportaciones españolas reales a los indicadores de competitividad-precio, sobre todo en el largo plazo, y una mayor sensibilidad a los indicadores de demanda externa (véase Ortega *et al* 2007). Así, la elasticidad a corto plazo de las exportaciones reales a la demanda proveniente de la UEM se situaría en un 0,63%, cifra que se compara con una elasticidad del -0,37% en el indicador de competitividad-precio frente a la UEM (-0,50% frente al resto del mundo). Esta característica vendría explicada por la creciente diferenciación via calidad de los bienes y servicios producidos en España.

Gráfico 22  
Crecimiento del PIB por CC.AA. 2011 (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 23  
Crecimiento del PIB por CC.AA. 2012 (%)



Fuente: BBVA Research

Aquellas comunidades autónomas con mayores necesidades de ajuste fiscal verán más que compensados los efectos positivos que pudiera tener la recuperación exterior, y en particular, la que pueda producirse a través del impulso temporal que para el turismo puedan suponer las tensiones políticas del Magreb, que reducen su papel como destino turístico competidor. Efectivamente, las necesidades de ajuste fiscal distan de ser homogéneas entre comunidades autónomas, con algunas que prácticamente no necesitan corregir su senda de déficit (v.g. Madrid y la Rioja, que se mantuvieron por debajo del 0,75% del PIB en 2010) mientras que otras, como las del Mediterráneo y Castilla-La Mancha, deben plantearse ajustes mucho más ambiciosos que lastrarán, en cierta medida, su crecimiento económico. Si bien este factor contrasta con la mayor exposición al sector exterior de la zona mediterránea tanto en bienes como en servicios -especialmente, por el turismo-, la contribución diferencial al crecimiento que podría lograrse por esta vía se verá más que compensado por las necesidades de ajuste interno y el freno que el proceso de consolidación fiscal diferencial pueda suponer en términos de la demanda interna.

Con un entorno exterior en el que Europa continuará creciendo más que España, y el dinamismo mundial centrado en Asia y Latinoamérica, el crecimiento seguirá estando apoyado en mayor medida en la demanda externa, lo que favorece a aquellas comunidades con un mayor grado de apertura o con especialización en el turismo. Al cierre de esta edición de la revista no se dispone aún de un balance de la Semana Santa, momento en que se inicia la apertura de las zonas turísticas peninsulares y de Baleares, por lo que el análisis de este impacto deberá esperar. En cualquier caso, debe considerarse que, una vez más, el turismo español se está viendo favorecido por un factor coyuntural, que debería remitir (y quizás con fuerza) en cuanto la tensión política disminuya en el Magreb. A partir de entonces, y una vez que la competencia en precios pueda volver a ser efectiva, los retos a los que se ha enfrentado el sector en los últimos años podrían volver a hacerse patentes.

Además, los riesgos se mantienen en la economía portuguesa. Eventuales contracciones de esta economía previsiblemente frenarían su demanda exterior lo que, si bien tendría un efecto muy limitado para el conjunto de la economía española, podría impactar de un modo diferencial en las regiones españolas dada la heterogeneidad en su exposición a la economía lusa. La comunidad más expuesta en términos de comercio de bienes es Extremadura (31%), seguida por Castilla-La Mancha (14%) y Galicia (14%). Por otro lado, el capital portugués tiene un peso importante en la IED que recibe Galicia (38%), Castilla-La Mancha (23%) y Asturias (18%), si bien estas tres comunidades apenas suman el 3% de la IED en España. El riesgo para el crecimiento derivado de este factor se localiza, por tanto, en el noroeste español, y, en menor medida, en Extremadura y Castilla-La Mancha, cuya exposición a mercados exteriores es reducida, lo que compensa la concentración de las exportaciones en la economía portuguesa.

### **Persiste la necesidad de mantener el impulso reformador**

Si bien es cierto que las innovaciones en el escenario expuestas anteriormente suponen, en balance, una reducción de la previsión de crecimiento para 2012, de 0,3pp hasta el 1,6%, nuestro diagnóstico sobre la recuperación en la que se encuentra inmersa la economía española no ha cambiado significativamente. El momento coyuntural no dista de una situación cercana al estancamiento y las perspectivas de crecimiento en el corto plazo son aún modestas. En este contexto, sigue siendo imperativo mantener el impulso reformador que durante 2010 emprendió la economía española. La adopción rápida y ambiciosa de la programada, pero aún pendiente, reforma del sistema de negociación colectiva es crucial para mejorar las perspectivas de recuperación de la actividad y el empleo tanto en el corto como en el medio plazo y, en consecuencia, seguir reduciendo el grado de desconfianza remanente en los mercados internacionales. En el corto plazo, ello ayudaría de forma significativa también a evitar de forma definitiva que se produjesen efectos de segunda ronda ante los elevados precios del crudo, si bien la probabilidad de que estos se presenten en el contexto actual sigue siendo reducida.

Asimismo, es importante que se siga avanzando con paso firme en el aumento de la transparencia de las finanzas públicas españolas, que se mantenga el desempeño del estado en el actual proceso de consolidación fiscal y, además, que este último se vea acompañado en los próximos ejercicios económicos de forma más decisiva por el resto de administraciones públicas. Los niveles de deuda del conjunto de la economía española son sostenibles pero es necesario evitar cualquier desviación en los objetivos de déficit para impedir que se dilaten innecesariamente las tensiones en los mercados de deuda soberana y autonómica. Como se detalla en la sección 5 de este informe, se propone la introducción de una regla fiscal sencilla y de aplicación a nivel autonómico que, además de incrementar la certidumbre sobre el avance de las finanzas públicas de las comunidades autónomas, permitiría suavizar de forma significativa las fluctuaciones cíclicas tanto a nivel regional como a nivel nacional.

**Recuadro 1.  
Los efectos del aumento del precio del petróleo sobre la actividad y los precios de la economía española**

Durante los últimos meses, la economía internacional ha asistido a un nuevo episodio de aumentos de los precios del petróleo que ha derivado en unas mayores presiones inflacionistas a nivel global y, para algunas economías, en un endurecimiento de su política monetaria (por ejemplo, en el área del euro). En un contexto en el que las economías industrializadas se encuentran todavía en fase de recuperación y, en algunos casos, inmersas en un proceso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos generados antes y durante la actual crisis económica (por ejemplo, España), lo anterior ha suscitado una gran preocupación entre los analistas económicos, principalmente por dos motivos. En primer lugar, porque tal y como revelan los datos más recientes de la Agencia Internacional de la Energía, cerca de un 80% de la demanda energética global sigue estando concentrada en los combustibles fósiles (un 33% en petróleo sin refinar). En segundo lugar, y en parte como resultado de lo anterior, porque algunos de los episodios recesivos globales en la historia reciente han sido ocasionados o agravados por incrementos en los precios del crudo (véase el Gráfico 24).

Gráfico 24  
**Recesiones Globales y precios del petróleo**



Fuente BBVA Research a partir de FMI y Datastream

Sin embargo, existen algunos rasgos diferenciales en el actual episodio que permiten adelantar que su impacto en la actividad económica de los países industrializados será relativamente moderado. En particular, el actual se corresponde más con un aumento de la demanda por motivos precautorios -derivado de la incertidumbre respecto al abastecimiento futuro ante los conflictos geopolíticos en los países productores de petróleo del arco mediterráneo- que con un shock puro de oferta, caracterizado por una reducción significativa en las cantidades producidas y, en consecuencia, con un efecto contractivo típicamente elevado. Adicionalmente, las causas que subyacen al encarecimiento actual pueden seguir considerándose de naturaleza temporal, lo que implica que, si bien podría prolongarse hasta bien

entrado 2012, su efecto será previsiblemente menor al que resultaría de un cambio permanente en el nivel de precios.

En este recuadro se analizan los efectos en la actividad y en los precios de la economía española de un aumento de los precios del petróleo de una naturaleza semejante a la actual. Adicionalmente, se comparan dichos efectos con los resultantes de otras perturbaciones que diferirían tanto en los elementos que les subyacen como en su persistencia.

**Descripción metodológica**

De forma análoga a lo que ocurre en los mercados de otras materias primas, el precio del petróleo puede reaccionar al alza por varias razones: un desplazamiento negativo de la oferta derivado de la reducción de la producción (shock de oferta), un desplazamiento positivo de la demanda como resultado del incremento de la actividad económica mundial (shock de demanda global) o, como ocurre en la actualidad, un aumento de la demanda por motivos precautorios (shock precautorio de demanda). Ante este hecho, y dado que es bien conocido que los datos globales observados no reflejan uni-dimensionalmente cambios en la oferta o en la demanda, ni mucho menos el uso de las cantidades demandas (i.e., si se destinan las materias primas a la producción o a la acumulación de inventarios), surge una problemática empírica ligada a la identificación de estos shocks y la estimación de su posible impacto sobre la economía real. Siguiendo las líneas metodológicas que describen Persan y Robays (2009a y 2009b), en este recuadro se presentan los resultados de estimar un VAR estructural con restricciones de signo para la economía española que permite resolver el problema de identificación descrito anteriormente. La metodología, introducida inicialmente por Faust (1998), Uhlig (1999 y 2005) y Canova y De Nicoló (2002) para identificar los shocks de política monetaria, consiste, en líneas generales, en estimar un VAR en forma reducida, y luego introducir las restricciones en los signos de las funciones de impulso respuesta de ese VAR para identificar los shocks que se quieren estudiar y obtener una representación estructural del VAR. Para el caso que nos atañe, las restricciones de signos impuestas en el modelo se resumen en el siguiente cuadro.

Cuadro 4  
**Shocks estructurales**

	Identificación con restricciones de signo		
	Qo	Po	Yw
1. Shock de Oferta	<	>	≤
2. Shock de demanda global	>	>	>
3. Shock precautorio de demanda	>	>	≤

Fuente: BBVA Research

Donde  $Q_o$ ,  $P_o$  e  $Y_w$  representan, respectivamente, la producción mundial del petróleo medida en miles de barriles, el precio en dólares del barril Brent, y la actividad global aproximada por el IPI mundial que construye la OCDE a partir de una muestra de 35 países<sup>7</sup>. Entrando en detalle, las restricciones anteriores implican que: a) un shock que limita la oferta de petróleo se materializa en un aumento de su precio y en una reducción en sus cantidades producidas, satisfaciendo que la actividad global no aumente respecto al escenario base; b) un shock de demanda global se materializa en un aumento tanto de los precios como de las cantidades producidas de petróleo así como de la actividad global respecto a su escenario base y; c) un shock precautorio de demanda de petróleo se materializa en un aumento tanto de su precio como de sus cantidades producidas aunque la actividad global no aumenta respecto al escenario base. Además de las variables globales descritas anteriormente, se incluyen en el modelo las siguientes macromagnitudes de la economía española sobre las cuales no se impone ninguna restricción de signo: por un lado el PIB y el IPC general, que son nuestras variables de interés, y, por otro lado, el tipo de interés interbancario a doce meses y el tipo de cambio efectivo nominal.

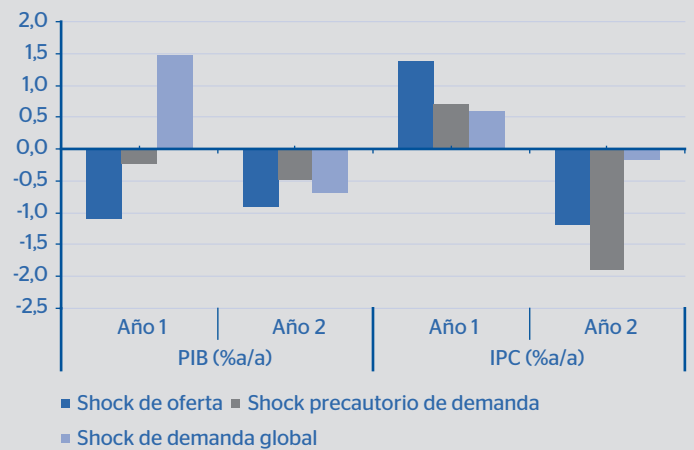
### Resultados y conclusiones

Los Gráficos 25 y 26 sintetizan los resultados principales obtenidos tras las estimaciones. Empezando por las perturbaciones de carácter transitorio, el Gráfico 25 muestra los efectos en la actividad y los precios de la economía española para cada uno de los tres tipos de shock descritos en el epígrafe anterior. En los tres casos se considera una perturbación en el mercado del crudo que se manifiesta en un incremento de un 30% en el nivel de los precios del petróleo y, que al cabo de un año, se disipa volviendo a los niveles del escenario base. Como se puede observar, los resultados indican que un shock precautorio de demanda temporal tendría un impacto muy limitado en la tasa de crecimiento del PIB, en torno a 0,2pp durante el primer año y a 0,5pp durante el segundo. Asimismo, las estimaciones señalan que los efectos de este tipo de shock serían significativamente inferiores a los resultantes de un shock de oferta, donde el crecimiento del PIB disminuiría respecto al escenario base en 1,1pp durante el primer año y en 0,9pp en el segundo año. Este resultado se explica fundamentalmente por la caída de la producción de crudo en el segundo tipo de shock y, en consecuencia, la caída de la actividad mundial tras una reducción de la utilización de capacidad productiva instalada. En contraste con los dos anteriores, un shock de demanda global tendría un impacto positivo en el crecimiento de la economía española -de 1,5pp durante el primer año que revertiría solo parcialmente durante el segundo (-0,7pp)-, ya que el aumento de la demanda de bienes y servicios finales en los mercados internacionales excedería el efecto contractivo derivado del encarecimiento

de las materias primas. Finalmente, y en lo que respecta a la inflación, en los tres casos se observa una mayor presión al alza durante el primer año que, al volver los precios del crudo al escenario base durante el segundo, revertiría de signo como consecuencia de un pronunciado efecto base.

Gráfico 25

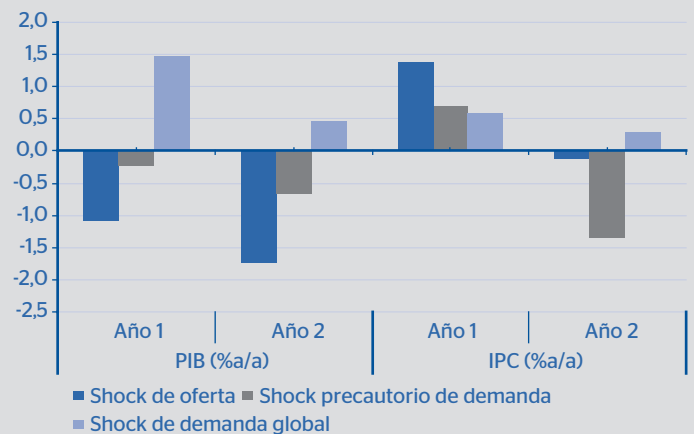
**España: impacto de un aumento temporal en los precios del petróleo por tipología de shock (desviación respecto al escenario base)**



Fuente BBVA Research

Gráfico 26

**España: impacto de un aumento permanente en los precios del petróleo por tipología de shock (desviación respecto al escenario base)**



Fuente BBVA Research a partir de FMI y Datastream

En el Gráfico 26 se muestran los resultados obtenidos para cada uno de los tres tipos de shock considerados en este trabajo, pero asumiendo que no son transitorios. En los tres casos se considera una perturbación en el mercado del crudo que se manifiesta en un incremento permanente en el nivel de los precios del petróleo de un 30%. Como era de esperar, los resultados no difieren significativamente respecto a los resultantes de un shock transitorio en lo que respecta a la jerarquía de los impactos en la actividad de la economía

7: Los 29 países miembros de la OCDE junto con 6 estados no miembros: Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica.

española: i) tanto el shock precautorio de demanda como el shock de oferta tendrían un impacto negativo en la actividad; ii) el impacto sería significativamente más pronunciado en el caso de un shock de oferta y; iii) el shock de demanda global tendría un impacto positivo en el crecimiento de la economía española. Dicho esto, la principal diferencia entre los shocks de naturaleza transitoria y los shocks permanentes radica en la magnitud de los impactos totales: como también cabría esperar, los efectos de un shock permanente son más pronunciados en todos los casos analizados, particularmente en el segundo año donde, por ejemplo, el shock de demanda tiene un efecto positivo sobre la tasa de crecimiento. En lo que respecta a la inflación, se observa una diferencia entre los shocks temporales y los permanentes que tampoco supone una sorpresa: dado que en el segundo caso los precios del crudo no revierten a los niveles del escenario base, el efecto base que generan los repuntes iniciales en los precios es menos pronunciado que en el primero de los casos. Así por ejemplo, cuando se trata de un shock permanente, la mayor presión al alza en los precios del consumo durante el primer año no revierte de signo en el caso del shock de demanda.

En síntesis, existen argumentos suficientes que permiten prever un impacto moderado del reciente incremento de los precios del petróleo en la actividad de la economía española. Al derivarse en mayor parte de un aumento temporal de la demanda por motivos precautorios, es de esperar que el efecto contractivo sea significativamente menor al que

podría resultar de una contracción de la oferta. Sin embargo, los efectos sobre la inflación general serán significativos y previsiblemente se dejarán notar durante buena parte del presente ejercicio económico, revirtiendo con fuerza en el próximo año.

#### Referencias:

- Canova, F. and G. de Niccolo, (2002), "Monetary Disturbances Matter for Business Cycle Fluctuations in G-7", *Journal of Monetary Economics*, 49(6): 1131-1159.
- Faust, J., (1998), "The Robustness of Identified VAR Conclusions about Money", *Carnegie Rochester Series in Public Policy*, 49: 207-244.
- Peersman, G. and I. Van Robays, (2009a), "Oil and the Euro Area Economy", *Economic Policy*, 24(60): 603-651.
- Peersman, G. e I. Van Robays, (2009b), "Cross-Country Differences in the Effects of Oil Shocks", Ghent University Working Paper, 2009/629.
- Uhlig, H., (1999), "What are the Effects of Monetary Policy: Results from Agnostic Identification Approach", Tilburg University Working Paper, 9928.
- Uhlig, H., (2005). "What are the Effects of Monetary Policy on output? Results from an agnostic identification procedure", *Journal of Monetary Economics*, 52(2): 381-419.

## 4. La reestructuración en curso del sistema financiero español

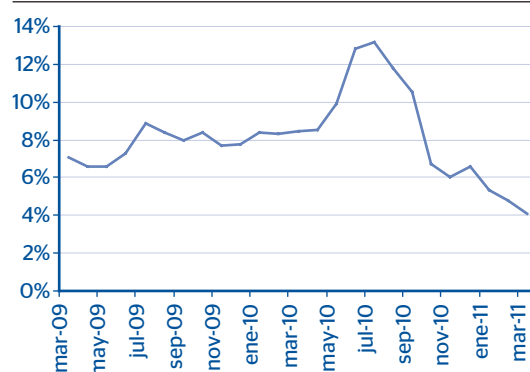
La situación actual del sistema financiero español está caracterizada por su enorme heterogeneidad. De hecho, por esta razón, en su último informe global de estabilidad financiera, el Fondo Monetario Internacional ha separado en su análisis de las vulnerabilidades de los sistemas financieros a las cajas de ahorro de los bancos domésticos, y a éstos de los bancos internacionales<sup>8</sup>. Una heterogeneidad que obliga a hablar de problemas de liquidez y solvencia acotados a una parte del sistema, frente a la posición mucho más sólida del resto que representa, aproximadamente, dos terceras partes del mismo.

### Liquidez: un problema que se alivia, al menos para las entidades más solventes

Las importantes necesidades de liquidez que tiene el sistema financiero español vienen explicadas por el modelo de crecimiento económico anterior a la crisis. Durante ese periodo de expansión, la inversión en España estuvo creciendo por encima del ahorro durante más de diez años, en un entorno de tipos de interés nominales y reales reducidos, por lo que los agentes privados aumentaron rápidamente su endeudamiento para financiar una parte importante de su inversión que el ahorro, a pesar de mostrar tasas elevadas, era incapaz de cubrir. El sistema financiero español fue el encargado de intermediar estas necesidades, obteniendo fondos en el exterior y canalizándolos hacia los agentes nacionales, por lo que sus necesidades de liquidez aumentaron rápidamente a niveles elevados. A pesar del intenso ajuste en las necesidades de financiación durante la crisis, en 2011 el sistema financiero español deberá afrontar vencimientos superiores a los 500 mil millones de euros, una cantidad similar a la del año anterior. De éstos, alrededor de 100 mil millones corresponden a la deuda emitida, mientras que unos 350 mil millones están relacionados con el mercado interbancario y unos 50 mil millones, a los préstamos del BCE.

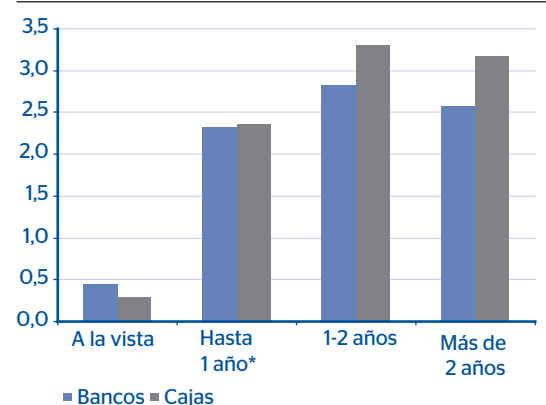
En cuanto a la primera vía de financiación, la deuda, durante los primeros cuatro meses del año se ha reactivado el mercado primario, emitiéndose más de 27 mil millones de euros. Principalmente se han emitido cédulas y deuda senior, pero las entidades emisoras son, sobre todo, bancos y cajas de gran tamaño, y los precios pagados están muy por encima de los correspondientes al rating de las entidades, cuando se comparan con otras entidades internacionales con un rating similar. Por otra parte, la financiación obtenida del BCE ha continuado moderándose hasta suponer tan sólo el 4% del PIB español, desde los máximos del verano pasado, cuando se alcanzó un 13% (véase el Gráfico 27). Estas cifras colocan la apelación española por debajo de la de la Eurozona (5% del PIB) y a gran distancia de las de países periféricos como Portugal (23%), Grecia (40%) o Irlanda (69%). De nuevo, son las entidades de mayor tamaño las que tienen el grueso de la exposición al BCE, y son ellas las que han podido sustituirla por otras fuentes de financiación, como la emisión de deuda. Se ha observado también un incremento de la actividad en el mercado de repos, que suelen ser a plazos cortos y precios relativamente elevados, y que probablemente han sido la vía utilizada por las entidades de menor tamaño que tienen un peor acceso a fuentes de financiación.

Gráfico 27  
España: liquidez del BCE (% PIB)



Fuente: Banco de España e INE

Gráfico 28  
Tipos de interés de nuevas operaciones. Depósitos de hogares y sociedades no financieras (% feb-11)



\* Máximo hasta 3 meses.  
Fuente: Banco de España

8: FMI (2011): *Global Financial Stability Report*. Washington.

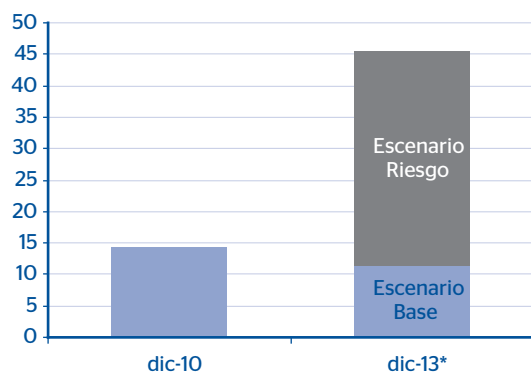


Por último, ha continuado el recurso a la captación de depósitos, al ser éstos una fuente de financiación estable. A finales del año pasado el volumen de depósitos acumulado por las entidades españolas cubría las dos terceras partes de sus activos. Sin embargo, el coste de esta fuente de financiación ha seguido siendo muy elevado, erosionando seriamente los márgenes de algunas entidades (véase el Gráfico 28). La 'guerra del pasivo' puede provocar situaciones de políticas predatorias de precios, bajo la responsabilidad de la Comisión Nacional de la Competencia, y problemas de estabilidad financiera, bajo la supervisión del Banco de España. En ambos casos se deben analizar las políticas comerciales de las entidades y sancionar o limitar la actividad de las que remuneren sus recursos por encima del coste de su activo u ofrezcan préstamos a un precio inferior al coste de financiación de sus recursos. Además, la legislación permite imponer restricciones a las entidades que han recibido o van a recibir ayuda pública por parte del FROB, que no debe utilizarse para realizar ofertas agresivas en los mercados de depósitos.

### Solvencia: un problema acotado, pero que debe resolverse definitiva y rápidamente

En términos de solvencia, los problemas están concentrados en el peso del sector inmobiliario, que también exhibe una elevada heterogeneidad por entidades, tanto en términos de exposición al sector (entre un 5% y un 30% de los créditos según las entidades) como en cuanto a su calidad (con moras entre el 11% y el 45%). En este sentido, el esfuerzo de transparencia que ha requerido el Banco de España para la publicación de estos datos es positivo y debe continuar en el futuro. Debido, en parte, a que el ajuste del sector inmobiliario todavía no ha finalizado y sigue existiendo un importante stock de viviendas pendientes de vender, aún queda camino por recorrer en cuanto a la limpieza de los balances de bastantes entidades, a pesar de que los saneamientos realizados por el sistema bancario español en los últimos tres años hayan alcanzado ya unos 96.000 millones de euros, en torno al 9,5% del PIB.

Gráfico 29  
Necesidades de capital actuales y futuras\*

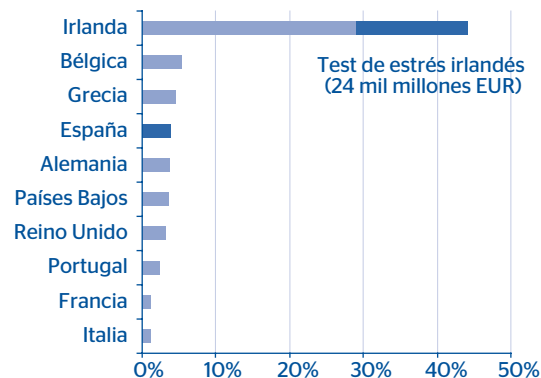


\* miles de millones de euros acumulados, no incluye los 15,3 mM ya inyectados.

\*\* Capital TIER 1 mínimo 8%

Fuente: BBVA Research a partir de datos individuales

Gráfico 30  
Europa:  
inyecciones de capital público al sector bancario (% PIB)



Fuente: BBVA Research

De acuerdo al plan de reestructuración anunciado por las autoridades españolas, el Banco de España publicó en marzo de 2011 la lista de entidades que presentan necesidades de capital a diciembre de 2010. Las necesidades totales ascendieron a 15,2 mil millones de euros (equivalentes al 0,6% de los activos del sistema o el 1,5% del PIB), por lo que pueden considerarse perfectamente asumibles por la economía española. El que un 76% de las necesidades se concentren en cuatro entidades y que las entidades con déficit sólo supongan un 35% de los activos del sistema demuestra la heterogeneidad del mismo y que el problema de solvencia está acotado.

Sin embargo, estas cifras corresponden a las necesidades "estáticas" en un punto del tiempo, diciembre de 2010. Si se proyectaran las cuentas de las entidades hacia el futuro, y se computarán en una fecha futura las necesidades de capital se obtendría una estimación "dinámica", comparable con las que publican la mayoría de los analistas. De acuerdo a nuestras estimaciones, realizadas con supuestos más estrictos que los del test de estrés europeo, estas necesidades estarían entre un 3% y un 5% del PIB, por lo que supondrían una cantidad asumible y limitada. De nuevo, la heterogeneidad hace que tres entidades acumulen un 77% de las necesidades y que las entidades con déficit de capital supongan sólo un 36% de los activos totales del sistema.



El test de estrés europeo que se publicará en junio también será de tipo "dinámico". Las autoridades españolas ya han afirmado que, en caso de que en esta prueba salgan a la luz necesidades de capital adicionales, éstas también deberían cubrirse. De nuevo, es de esperar que el ejercicio español abarque a una mayor proporción del sistema financiero, sea más transparente y más estricto que el de otros países europeos, lo que contribuirá a reforzar la confianza de los mercados.

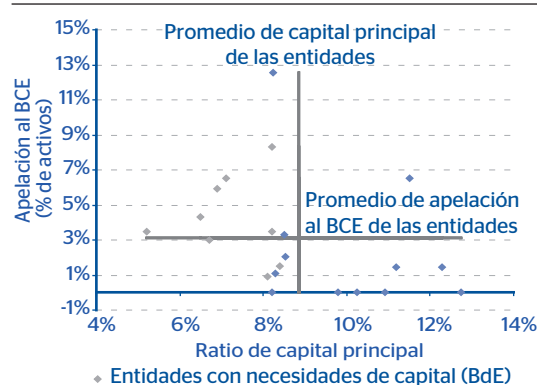
En septiembre de este año el Banco de España evaluará por segunda vez la solvencia de las entidades españolas, comprobando que se han cumplido los planes de recapitalización presentados y aprobados. Estos últimos incluyen, entre sus opciones de recapitalización, la ampliación de capital, la emisión de participaciones obligatoriamente convertibles, la salida a bolsa o el apoyo público con fondos del FROB. Si no se alcanzan los niveles de solvencia requeridos, la entrada del FROB en las entidades a través de acciones será obligatoria.

El plan de reestructuración propuesto por las autoridades españolas tiene elementos positivos. En primer lugar, proporciona una hoja de ruta clara para la reestructuración del sistema, lo que da tranquilidad a los mercados. Además, fomenta la participación de capital privado y obliga a la conversión de las cajas en bancos para recibir la ayuda del FROB, lo que las hace más transparentes para los inversores extranjeros. Por último, el papel del FROB como *backstop* (garantía de que se alcanzará el capital mínimo) es esencial para asegurar el éxito del proceso, y las autoridades europeas encargadas del test de estrés están sugiriendo que los países implementen mecanismos similares.

Sin embargo, el plan también presenta limitaciones que siguen alimentando las incertidumbres de los mercados. Frente a las soluciones de otros países y otras crisis que optaron primero por un saneamiento profundo de los balances y la posterior recapitalización, en España se ha optado por aumentar el *core capital* por encima de un umbral, en principio, lo suficientemente elevado como para que la mayor parte de las entidades pueda hacer frente a futuros saneamientos y ajustes de sus balances. Además, los plazos de recapitalización son largos, y de agotarse completamente el periodo máximo (cinco años), la reestructuración de las entidades en las que entre el FROB sería lenta. Por otro lado, aunque fomenta la conversión de cajas en bancos, el capital privado puede tener incentivos a esperar a que el FROB reorganice las entidades y las revenda más adelante.

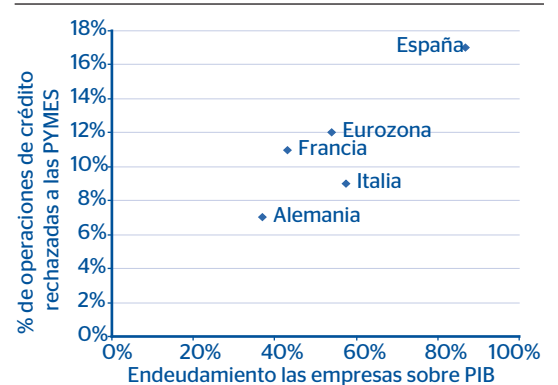
En definitiva, el sistema financiero español está avanzando en su reestructuración y en la cobertura de las necesidades de capital, que son perfectamente asumibles para el conjunto de la economía y están acotadas a un grupo de entidades, que representan aproximadamente un tercio de los activos del sistema. Sin embargo, es necesario completar el saneamiento de los balances y que la reestructuración continúe con paso firme y rápido, para normalizar cuanto antes la solvencia y el acceso a la liquidez de todas las entidades, en cantidades y a precios adecuados. Con todo ello se reforzará la confianza en nuestro sistema financiero de los inversores internacionales y la oferta estará en mejores condiciones de atender la demanda de crédito del conjunto de la economía, cuando ésta se recupere. En este sentido, debe tenerse en cuenta que el proceso de desapalancamiento, que da lugar a tasas de crecimiento negativas en la demanda de crédito de empresas y familias a nivel agregado, es perfectamente compatible con demandas crecientes por parte de algunas empresas y sectores. De hecho, el ajuste sectorial de la economía española implica la relocalización de trabajo y capital de unas empresas a otras, por lo que continuamente surgen nuevas necesidades de financiación de proyectos solventes de inversión, que deben ser atendidas sin restricciones por el sistema financiero. Y para ello es imprescindible que todas sus entidades tengan las condiciones de liquidez (incluyendo una reducida dependencia al BCE) y de solvencia (elevados ratios de capital) necesarias para ello.

Gráfico 31  
Entidades españolas\*: ratio de capital principal y apelación al BCE. Diciembre de 2010



\* Incorporadas 21 entidades del sistema financiero español.  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de BdE, CECA y fuentes individuales

Gráfico 32  
Endeudamiento de las empresas y las operaciones de crédito rechazadas a las PYMES

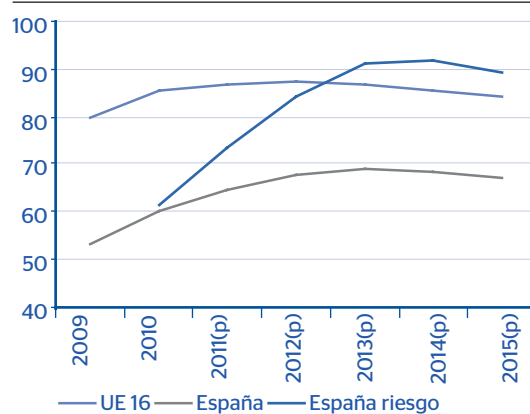


Fuente: BBVA Research a partir de BCE

## 5. Consolidación fiscal en España: la necesidad de un compromiso irrevocable con el cumplimiento de los objetivos

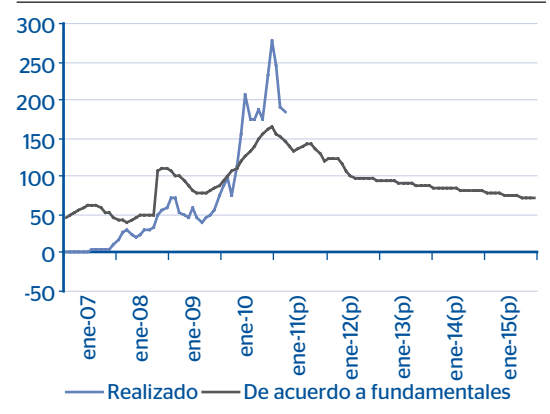
Ante la elevada incertidumbre que se ha observado en los mercados de deuda soberana, el Gobierno ha propuesto en el Programa de Estabilidad un plan de consolidación fiscal ambicioso que implica una reducción considerable del nivel de déficit público, desde el 11,2% del PIB en 2009 hasta el 3% en 2013 y el 2,1% en 2014. El cumplimiento riguroso de este programa implica que la deuda pública española es claramente sostenible y convergería a niveles muy por debajo de los observados en otros países del entorno europeo. Para comprobar esta afirmación, el Gráfico 33 muestra la trayectoria de la deuda pública tanto española como europea, bajo los supuestos del escenario base que se describe en esta revista y asumiendo que no existen cambios de política fiscal adicionales a partir de 2014. Incluso en escenarios alternativos, relativamente estresados en términos de crecimiento y con primas de riesgo significativamente por encima de sus actuales niveles, la deuda pública española sería sostenible.

Gráfico 33  
Deuda pública (% del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 34  
Prima de Riesgo España vs. Alemania, Bono a 5 años, pb



Fuente: BBVA Research

Cuadro 5  
Supuestos del escenario base para España

	Promedios (2011-2015)		
	Prima de riesgo (pp)*	Crecimiento PIB nominal	Déficit primario (% PIB)
Base	1.5	3.8	-0.4
Riesgo	2.0	0.0	-2.0

\* Diferenciales máximos: 3,0 (base) y 4,75 (riesgo)  
Fuente: BBVA Research

Sin embargo, los mercados de deuda soberana continúan asignando a España una prima de riesgo excesivamente elevada. Como el Gráfico 34 muestra, el actual nivel del diferencial sobre el tipo de interés alemán, se encuentra sensiblemente por encima de lo que podría predecir un modelo suficientemente detallado que explique la prima de riesgo española<sup>9</sup>. Como se puede ver en el Gráfico 34, utilizando previsiones de las variables relevantes consistentes con el escenario base que se describe en esta revista, la prima de riesgo incluso debería disminuir y converger a niveles por debajo de los 100 pb en el medio plazo. Por lo tanto, parte de la desconfianza sobre la capacidad de pago de la economía española, pudiera tener que ver con variables que no son fácilmente medibles, como la incertidumbre respecto a la capacidad del Gobierno para cumplir con los objetivos previstos de consolidación fiscal. Dada esa incertidumbre, ha sido importante que, a

9: El modelo incluye una muestra de 39 países y utiliza variables de coyuntura económica, posición fiscal, posición externa y respeto a las leyes para explicar la prima de riesgo

diferencia de lo observado en otros países del entorno relevante para la economía española, se ha cumplido el objetivo de estabilidad presupuestaria establecida para 2010. Sin embargo, a pesar de dicho cumplimiento, las primas de riesgo continúan elevadas. En lo que se refiere al compromiso con los objetivos fiscales, lo anterior puede deberse a dos motivos.

El primero tiene que ver con la incertidumbre alrededor de cómo se va a alcanzar la meta en 2011. Por un lado, la disminución este año del déficit público es de más de tres puntos del PIB, mientras que el año anterior fue de dos puntos. Por otro, a diferencia del año anterior cuando los aumentos de los ingresos y las reducciones de gastos contribuyeron de manera relativamente equilibrada a la disminución del déficit, este año la reducción del gasto significará más del 80% de la consolidación. Aunque algunas de las medidas relevantes ya han sido tomadas y son irreversibles (caída en el gasto en inversión, reducción de salarios públicos), la mayor incertidumbre se centra en el hecho de que una parte importante de la reducción del gasto tiene que ser realizada por las comunidades autónomas a través de medidas nuevas, en un contexto en el cual estas administraciones se desviaron significativamente de su objetivo agregado en 2010, observándose una amplia heterogeneidad en el cumplimiento que tuvo cada una de ellas. Más aún, como se menciona posteriormente, el contexto de débil crecimiento económico hará poco probable que se observe un incremento significativo de los ingresos, lo que incrementa la presión para que el ajuste se concentre en nuevos recortes del gasto y exige a las comunidades el máximo rigor, austeridad y disciplina en el proceso de consolidación fiscal. A este respecto, hay que decir que en 2010 ya se vió un esfuerzo significativo de contención del gasto autonómico (que se redujo en más de dos puntos porcentuales del PIB respecto al gasto reconocido en 2009), lo que, sin embargo, no fue suficiente como para compensar la importante caída de casi 3pp en los ingresos autonómicos de 2010.

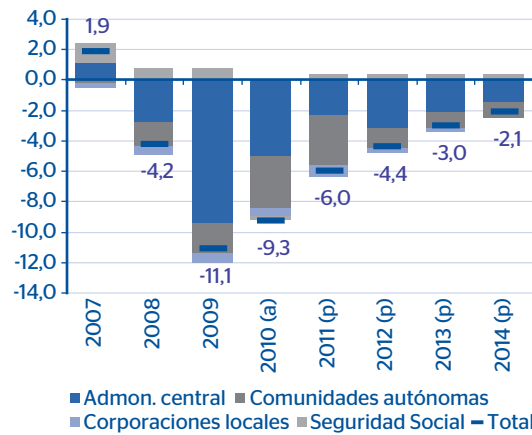
En segundo lugar, aunque el Gobierno ha indicado una hoja de ruta para cumplir los objetivos fiscales hacia 2013, las medidas anunciadas hasta el momento por las administraciones públicas sólo garantizan (en caso de ser cumplidas rigurosamente) el cumplimiento de dichos objetivos en 2011. En adelante queda por definir cómo se va a reducir el déficit más allá de la mejora que se espera en las cuentas públicas por la recuperación de la economía en 2012 y 2013. Aunque estas medidas adicionales habrán de anunciarse con los presupuestos de cada uno de esos años, el Gobierno podría ayudar a reducir la incertidumbre introduciendo objetivos adicionales y transparentes de consolidación a medio plazo que refuercen el compromiso de todas las administraciones públicas con la estabilidad presupuestaria.

### **Las administraciones públicas, y especialmente las comunidades autónomas, deben abordar un recorte del gasto significativo para garantizar el cumplimiento de los objetivos de estabilidad**

A lo largo del pasado año, y atendiendo a las presiones de los mercados financieros, el Gobierno central aceleró el proceso de consolidación fiscal iniciado a finales de 2009 con la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2010. Así, en mayo de dicho año, adoptó una serie de medidas extraordinarias que rebajaban en 0,5pp, 1,5pp y 1,0pp del PIB los objetivos de déficit de 2010, 2011 y 2012, respectivamente, manteniendo el objetivo del -3,0% del PIB en 2013 (véase el Gráfico 35). Estas medidas, que en definitiva suponían una aceleración del proceso de consolidación fiscal, demandaban el compromiso de todos los niveles de la administración con las metas propuestas, aunque de hecho implicaba un esfuerzo diferencial dependiendo del año: mientras que la mayor parte del ajuste fiscal en la administración central se concentraba en los años 2010 y 2012, para las comunidades autónomas el principal esfuerzo quedaba en 2011.

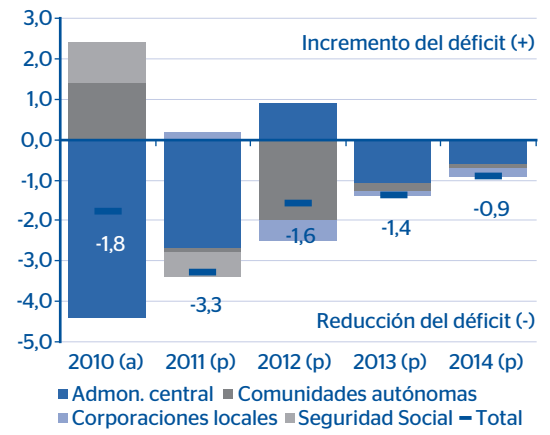
De esta forma, el déficit del conjunto de administraciones públicas se redujo en 2010 en 1,9pp hasta situarse en el 9,2% del PIB en línea con el objetivo de estabilidad acordado en mayo de 2010. El buen desempeño de las cuentas de la administración central -cuyo déficit se redujo en 4,4pp hasta situarse en el 5,0% del PIB, siete décimas por debajo del objetivo- compensó el incremento del déficit en 1,4 y 1pp del PIB de comunidades autónomas y administraciones de la seguridad social, respectivamente (véase el Gráfico 36).

Gráfico 35  
AA.PP.: saldo presupuestario \* (% del PIB)



(\*) Incluidas las liquidaciones negativas de la financiación territorial  
Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 36  
Contribución al ajuste fiscal (% del PIB)

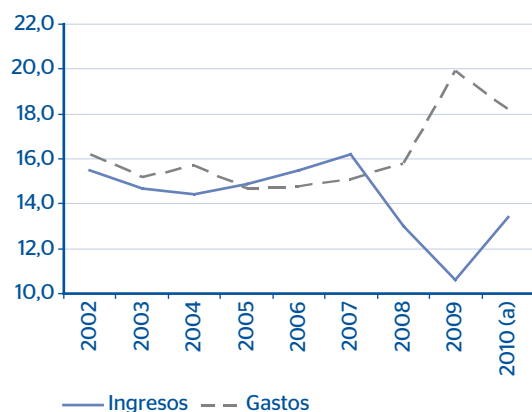


Fuente: BBVA Research a partir de MEH

El buen comportamiento de la administración central se debió, fundamentalmente, a la positiva evolución de los ingresos no financieros que se incrementaron en más de 2pp del PIB respecto a 2009, impulsados tanto por la subida de los tipos impositivos del IVA, como por el resultado favorable al Estado de la liquidación definitiva de la participación de las administraciones territoriales de 2008 (estimado en casi 0,7pp). Asimismo, las medidas de contención del gasto desarrolladas a lo largo del pasado año derivaron en una reducción del 6% de los gastos no financieros respecto a 2009, disminución que se concentró en el gasto de inversión y en las transferencias corrientes entre administraciones públicas (véase el Gráfico 37).

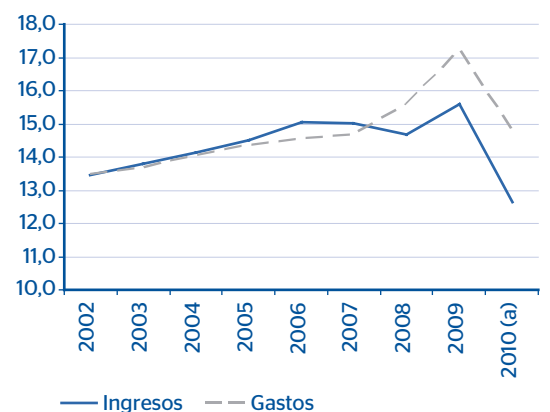
Por su parte, como puede observarse en el Gráfico 38, los datos de avance de la ejecución presupuestaria de las comunidades autónomas muestran un notable esfuerzo de contención del gasto en 2010, el cual se vio reducido en más de dos puntos porcentuales del PIB respecto al gasto reconocido en 2009. No obstante, este recorte del gasto no fue suficiente como para compensar la caída de casi tres puntos porcentuales de los ingresos autonómicos de 2010, que afectó a prácticamente a todas las partidas de ingresos, siendo especialmente intensa en los ingresos tributarios y en las transferencias corrientes<sup>10</sup>. Como consecuencia, las comunidades autónomas en conjunto alcanzaron un déficit del 3,4% del PIB, de los cuales más de medio punto corresponde al efecto de la liquidación negativa del sistema de financiación correspondiente al 2008. Una vez excluida dicha liquidación, el comportamiento entre comunidades fue desigual, con sólo cinco comunidades que cumplieron claramente el objetivo del -2,4% del PIB.

Gráfico 37  
Administración central: ingresos y gastos (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 38  
CC.AA.: ingresos y gastos. Según derechos y obligaciones reconocidas (% del PIB)

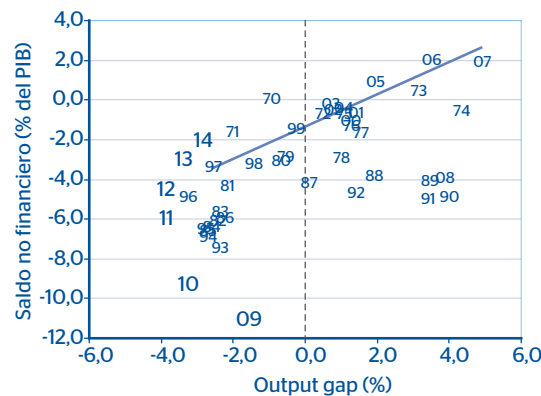


Fuente: BBVA Research a partir de MEH

10: Para más detalles sobre la situación de las comunidades autónomas véase Cardoso, M., R. Doménech y V. Pou (2011).

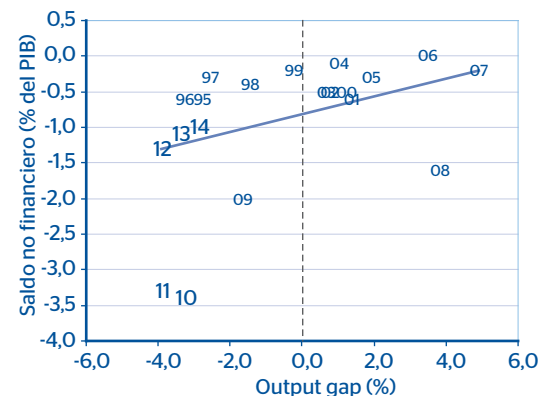
A la luz de estos resultados y como puede observarse en los Gráficos 39 y 40, las medidas discrecionales de ajuste fiscal redujeron el déficit estructural del conjunto de las administraciones públicas en torno a 3pp hasta situarlo en torno al 6,5% del PIB, lo que implica que el ciclo ha seguido contribuyendo al deterioro de las cuentas públicas en algo más de 1pp. Por el contrario en las comunidades autónomas las políticas discrecionales de 2010 elevaron su déficit estructural algo menos de 1,5pp hasta situarlo en el 3% del PIB, casi la mitad del déficit estructural del conjunto de administraciones públicas.

Gráfico 39  
AA.PP.: saldo no financiero vs output gap



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 40  
CC.AA.: saldo no financiero vs output gap



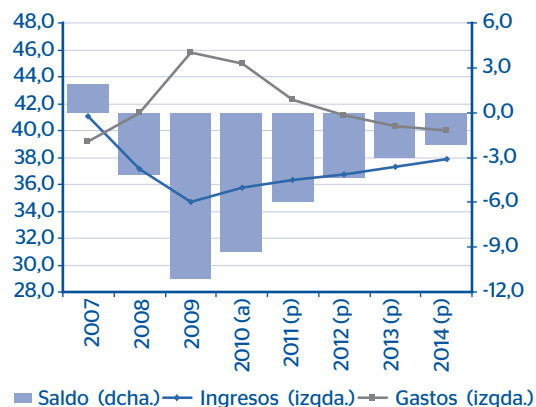
Fuente: BBVA Research a partir de MEH

En este contexto, con nuestras previsiones de *output gap* para los próximos años, para alcanzar un déficit del 3% del PIB en 2013, el déficit estructural tendría que reducirse alrededor de 5pp adicionales, la mayor parte de los cuales habrá de realizarse en 2011, para situarse en torno al 1%, del PIB en 2013 (nivel similar al existente en 2007 justo antes del comienzo de la crisis). Sin duda, para alcanzar este objetivo es preciso que el compromiso con la consolidación fiscal sea firme y estricto. En un entorno de débil crecimiento económico como el actual, no cabe esperar una fuerte recuperación de los ingresos, los cuales se situarán a finales del periodo de consolidación en torno al 38% del PIB, contribuyendo en algo menos de 2pp al ajuste fiscal (véase el Gráfico 41). Como consecuencia, la mayor parte de la presión de la consolidación fiscal se sitúa en el gasto público que habrá de reducirse en torno a 5pp para alcanzar el objetivo del -3% en 2013, de los cuales casi el 60% se concentra en 2011 (véase el Gráfico 42).

Así pues, el año 2011 supone un reto particularmente importante para las administraciones autonómicas, ya que tienen que cambiar la tendencia de sus presupuestos y reducir el déficit en 1,5pp, realizando dicho año casi el 90% de su ajuste necesario para garantizar el cumplimiento del objetivo del -3% del PIB establecido para 2013. Tal y como se ha comentado anteriormente, en un escenario sin cambios normativos, no cabe esperar una fuerte recuperación de los ingresos, por lo que nuevamente el esfuerzo de consolidación fiscal se concentrará en recortes adicionales del gasto autonómico. Así se ha puesto de manifiesto en las medidas contenidas en los planes de reequilibrio de varias comunidades<sup>11</sup> aprobados el pasado 27 de abril en el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF), que suponen un ajuste del déficit autonómico en torno a 0,4pp del PIB, de los cuales algo más de 0,3pp son de reducción del gasto. No obstante, quedaría todavía pendiente de especificar medidas adicionales de ajuste por importe de algo más de un punto porcentual para garantizar el cumplimiento de los objetivos de estabilidad hasta 2014.

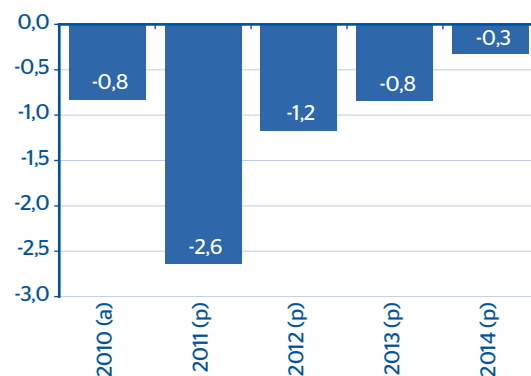
11: Planes correspondientes a las comunidades de Aragón, Asturias, Canarias, Cantabria, Castilla y León, Galicia, Murcia, más País Vasco y Navarra cuyos planes serán aprobados próximamente las respectivas comisiones mixtas, en conjunto estas comunidades registraron el 26% del total del déficit autonómico de 2010.

Gráfico 41  
AA.PP.: ingresos y gastos públicos (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 42  
Gasto público: contribución al ajuste fiscal (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

En este sentido, la estrategia de consolidación presupuestaria del Gobierno contenida en la reciente actualización del Programa de Estabilidad para el periodo 2011-2014<sup>12</sup> arroja algo de claridad sobre las medidas a tomar por el conjunto de administraciones públicas para garantizar el cumplimiento de los objetivos de estabilidad. Según el Gobierno, por el lado de los ingresos, la recuperación económica junto con los efectos de las medidas de incremento de los ingresos tributarios reportarán una reducción del déficit de 1,9pp, de los cuales alrededor de 1pp correspondería a la mejora del dinamismo económico. El resto del ajuste (5,2pp) provendría de recortes de gasto, principalmente en la remuneración de asalariados, por los efectos derivados de las medidas aprobadas en 2010 de congelación salarial y el establecimiento de una tasa de reposición del personal del 10% (1,5pp), en la inversión pública, que experimentaría un descenso de 1,1pp hasta 2014, y en los consumos intermedios y otros gastos que, con un recorte previsto de 1,9pp, se reducirían lo necesario para garantizar el cumplimiento de los objetivos.

Con la información disponible, se puede decir que el ajuste en el gasto que plantea el Programa de Estabilidad, a pesar de ser muy ambicioso, es factible. El riesgo se concentra, por tanto, en las comunidades autónomas: aunque la aprobación de algunos planes de reequilibrio resulta un avance digno de ser resaltado, siguen persistiendo dudas sobre el compromiso de algunas de ellas con el proceso de ajuste fiscal. De particular importancia parece el hecho de que no se hayan aprobado los planes de otras comunidades que representan casi el 50% del PIB español. Por lo tanto, se hace necesario despejar dichas dudas conociendo el detalle de las medidas que están tomando, y arrancando de aquellas que muestran indecisión, el compromiso firme con las metas, utilizando todos los instrumentos al alcance del Estado para ejercer presión sobre ellas. Por otro lado, cualquier desviación en la recuperación económica prevista por el Gobierno, presionaría los ingresos a la baja, por lo que se debe estar listo para actuar de manera preventiva y rápida si se detecta cualquier peligro de desviación sobre los objetivos, favoreciendo los instrumentos que hasta ahora se han utilizado para llevar adelante la consolidación fiscal: recorte del gasto e incrementos de la imposición indirecta.

### El anclaje de las expectativas a medio plazo

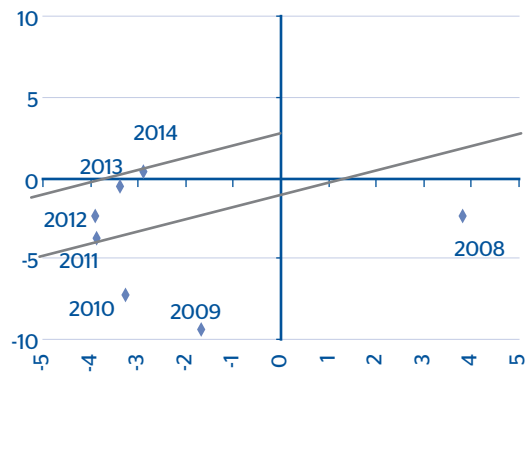
En un entorno de alta incertidumbre como el actual, se hace necesario que las administraciones públicas incorporen mecanismos que hagan lo más transparente y creíble el cumplimiento de los objetivos fiscales durante los próximos años, transmitiendo la confianza necesaria sobre el manejo de la economía. En particular, las administraciones públicas españolas han dado un paso importante al cumplir en el agregado con el objetivo de déficit público para 2010. Más aún, se han tomado medidas en los presupuestos de 2011 que hacen que el objetivo de este año sea factible, si existe un cumplimiento riguroso de los compromisos adoptados por todas las administraciones públicas. En adelante, sin embargo, los inversores carecen por el momento de medidas concretas que garanticen, más allá de la promesa del Programa de Estabilidad, que los objetivos de años venideros se cumplirán. Como se puede observar en el Gráfico 42, serán necesarias medidas que

12: Disponible en: [http://www.meh.es/es-ES/Paginas/Programas\\_de\\_Estabilidad\\_y\\_Nacional\\_de\\_Reformas.aspx](http://www.meh.es/es-ES/Paginas/Programas_de_Estabilidad_y_Nacional_de_Reformas.aspx)



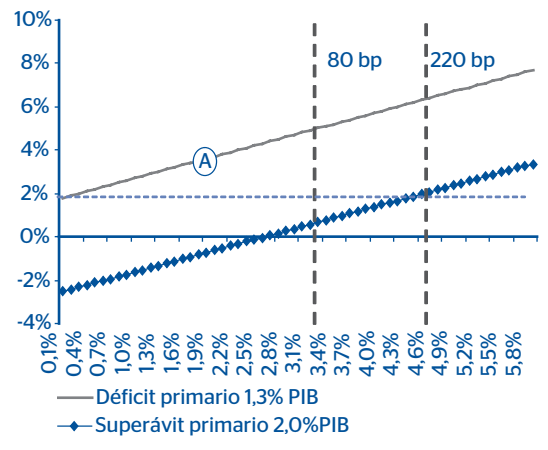
aporten alrededor de 1 punto del PIB por año en recursos adicionales, para alcanzar los objetivos de 2012 y 2013. La importancia de resolver lo más pronto posible esta incertidumbre se puede observar en los Gráficos 43 y 44. En particular, el Gráfico 43 muestra el saldo presupuestario primario (antes del pago de intereses) frente a una medida de la posición cíclica de la economía, la brecha de producto o, como se denomina habitualmente, *output gap*. Esta variable mide la desviación porcentual del PIB respecto a su nivel tendencial, de manera que el *output gap* es positivo cuando el PIB se encuentra en una expansión (y la tasa de desempleo por debajo de su nivel estructural) y negativa en una recesión. El coeficiente estimado que mide la sensibilidad del saldo presupuestario al ciclo económico está entre 0,75 y 1,0 (véase BBVA Research, 2009). Para este ejercicio tomamos la pendiente de 0,75, con el objeto de ser lo menos optimistas respecto a los efectos de la recuperación sobre las finanzas públicas. La intersección con el eje vertical (*output gap* nulo), de una recta que pasa por cualquiera de los puntos y tiene pendiente 0,75, es de particular interés, ya que proporciona una estimación del saldo presupuestario estructural de la economía: aquel al que tenderá en el medio plazo, en ausencia de cambios en la política fiscal. El gráfico muestra que en el año 2011 el saldo estructural primario de la economía habría estado alrededor del 1,3% del PIB.

Gráfico 43  
Saldo primario y *output gap* (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 44  
Crecimiento y tipos de interés reales que hacen sostenible la deuda al 75% del PIB



Fuente: BBVA Research

Una vez obtenida la posición a la cual parece que convergerá el saldo presupuestario primario a medio plazo, en ausencia de anuncios adicionales a partir de 2012, vale la pena preguntarse si a estos niveles de déficit la deuda española es sostenible. El Gráfico 44 muestra las combinaciones de tasa de crecimiento del PIB y tipos de interés de la deuda pública, ambos en términos reales, que harían que la deuda se estabilizara alrededor del 75% del PIB (un valor que está por encima del tamaño de la deuda que se alcanzaría a finales de 2013 si se dieran los ajustes mencionados de política fiscal para alcanzar los objetivos del Plan de Estabilidad y dado el escenario base de BBVA Research)<sup>13</sup> Combinaciones de tipos de interés real y crecimiento del PIB a la derecha de la línea determinada por el saldo primario del 1,3% del PIB hacen insostenible la deuda en el 75% del PIB, mientras que combinaciones a la izquierda darían lugar a una deuda decreciente por debajo de ese nivel.

Utilizando como herramienta de análisis el Gráfico 44, la pregunta obvia que puede plantearse es la siguiente: si las administraciones públicas no hacen nada más de lo ya anunciado, ¿cuáles serían las combinaciones de crecimiento y tipos de interés real a medio plazo que harían que lo hecho hasta

13: El ejercicio se realiza utilizando como punto de partida la ley de movimiento que determina la trayectoria de la deuda:  $B_{t+1} = B_t(1+r_t) + D_t$ , donde  $B_t$  es el nivel de deuda pública en  $t$ ,  $r_t$  es el tipo de interés nominal y  $D_t$  el balance primario. Denominando mediante minúsculas las variables relación al PIB y definiendo  $r_t$  y  $g_t$  como el tipo de interés y tasa de crecimiento del PIB, ambos en términos reales, y  $\pi_t$  como la tasa de inflación tenemos que:

$$b_{t+1} = b_t \left( \frac{1+r_t}{1+g_t} \right) + d_t \left( \frac{1}{(1+g_t)(1+\pi_t)} \right)$$

La condición que asegura que la deuda no crezca en el tiempo (es decir,  $b_{t+1} = b_t = b^*$ ) es:

$$r^* = g^* - \left( \frac{d^*}{b^* (1+\pi_t)} \right)$$

en donde las variables con asterisco son los valores que se esperan en el medio plazo. El Gráfico 44 está construido utilizando un nivel de deuda  $b^*$  del 75% del PIB y un nivel de inflación del 1,5%.

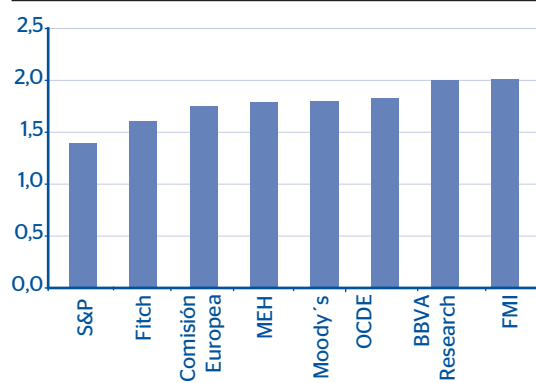
ahora fuera suficiente para que la deuda pública sea sostenible?. El punto A en el gráfico determina el promedio de crecimiento y tipos observados durante el periodo 1996-2008, por lo que una primera conclusión es que si se repitiesen las condiciones anteriores a la crisis, los actuales niveles de déficit podrían no ser suficientes para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública.

Sin embargo, parte de las dudas que se observan en el mercado provienen de la incertidumbre respecto a la capacidad de la economía española para volver a generar las mismas tasas de crecimiento que se observaron en el pasado, lo que a su vez se traduce en una mayor prima de riesgo (véase BBVA Research, 2010). En este sentido, las estimaciones del crecimiento potencial de la economía española a medio plazo que realizan las instituciones internacionales, las agencias de *rating* o los analistas son muy diversas y, en ocasiones, reflejan importantes diferencias (véase el Gráfico 45).

El escenario base que se maneja en esta revista se basa en un crecimiento tendencial que podría encontrarse por encima del 2% a partir de 2014 (véase BBVA Research, 2009). Por lo tanto, para que la deuda fuese sostenible tomando un déficit estructural primario de un 1,3% del PIB, el tipo de interés real que deberían pagar las administraciones públicas no debería sobrepasar el 0,1%, situación imposible. Dado que el tipo de interés real en Alemania se ha mantenido alrededor del 2,5% durante los últimos años (véase el Gráfico 46), que los mercados no descuentan una prima de riesgo nula de España respecto a Alemania y que difícilmente España volverá a repetir un diferencial de inflación tan elevado como en el periodo de expansión previo a la crisis, los tipos de interés reales a los que se enfrentará la economía española en los próximos años estarán por encima del 2%. En el Gráfico 44, se puede ver que con unas expectativas de crecimiento del 2% para el PIB y con un tipo de interés libre de riesgo del 2,5%, niveles de prima de riesgo por encima de los 80pb hacen que la deuda pública sea insostenible dado un saldo estructural primario igual a 1,3.

Gráfico 45

**España:**  
**Estimaciones de crecimiento potencial por institución (%)**



Fitch (Sovereigns: Full Rating Report March 2011), Moody's (Global Sovereign: Credit Analysis March 2011) y Standard & Poor's (Global Credit Portal: Ratings Direct March 2011)  
Fuente: BBVA Research a partir de FMI, OCDE, Comisión Europea y MEH

Gráfico 46

**Alemania: tipo de interés real del bono a 10 años (%)**



Fuente: BBVA Research, utilizando inflación realizada y expectativas

Asimismo, en el Gráfico 44 se incluyen también las combinaciones de tipos y crecimiento real que hacen que la deuda sea sostenible dado un superávit estructural primario del 2,0% del PIB, en línea con lo que se daría si las administraciones públicas cumplen con los compromisos adoptados para 2012 y 2013. Con este superávit, dada una previsión de crecimiento del PIB de 2% por año, primas de riesgo entre 80pb y 220pb hacen que la deuda pública española sea sostenible. Incluso si el crecimiento de la economía española no fuese tan elevado, los niveles de prima de riesgo que harían sostenible la deuda pública serían razonables (entre 80 y 160pb), para una previsión de crecimiento del PIB alrededor del 1,5% por año (en línea con las previsiones, por ejemplo, de FMI o CE). Por lo tanto, la conclusión que se puede sacar es que, alcanzando el superávit primario comprometido para 2013, la deuda sería sostenible para un abanico razonable de combinaciones de crecimiento y tipos de interés. En estas circunstancias, aunque los objetivos del Programa de Estabilidad son factibles aplicando una política fiscal totalmente rigurosa, las distintas administraciones harían bien en clarificar mediante presupuestos plurianuales creíbles cómo se alcanzarán los objetivos de déficit de 2012 y 2013, ya que ello podría disminuir significativamente la incertidumbre respecto a la sostenibilidad de la deuda pública española en su conjunto.



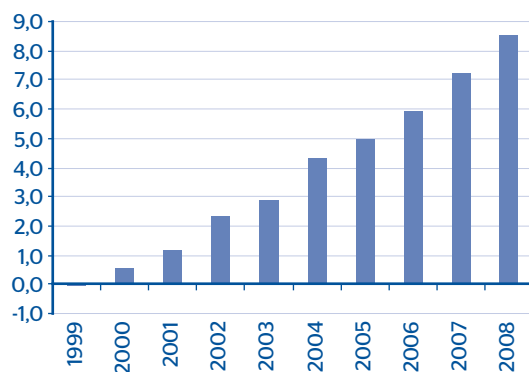
## Nuevas reglas fiscales incrementarían la certidumbre sobre las metas y promoverían la estabilidad del ciclo económico

Adicionalmente, las administraciones públicas podrían comprometerse a introducir una meta fiscal estructural para los próximos años. Es cierto que España ya tiene una regla fiscal que se basa en techos de gasto para el Estado, la obtención de una meta de déficit fiscal a lo largo del ciclo económico y el respeto de ciertos criterios determinados a nivel europeo (límites al endeudamiento y al déficit público anual). Sin embargo, a la luz de la evidencia observada durante los últimos tres años y de las primas de riesgo en los mercados financieros, esta regla resulta insuficiente. En particular, la acumulación de desequilibrios en ciertos sectores de la economía española, junto con la posterior crisis, han provocado la acumulación de deuda más allá de los límites establecidos y han puesto en duda la idoneidad de la política fiscal implementada en el período inmediatamente anterior a la crisis.

Como ejemplo, una forma de ver esto es analizar el tamaño del déficit público que se hubiera observado en caso de seguir una regla fiscal que atara el gasto al crecimiento tendencial del PIB nominal y no a la actividad económica del año en cuestión, sesgada, en algunos casos, por un excesivo aumento de los precios o de la producción en algunos sectores sobredimensionados. El Gráfico 47 muestra la diferencia entre el déficit observado y el que se obtendría de una regla fiscal implementada a partir del año 1999 y donde los gastos se habrían encontrado atados a la evolución del PIB nominal tendencial y a un superávit estructural primario del 2% del PIB, en línea con lo que implícitamente se infiere de los objetivos fiscales propuestos para 2013 y 2014<sup>14</sup>. Como se puede observar, en todos los años desde 2000, el déficit o superávit público observado fue inferior al que se hubiera dado si se hubiera implementado dicha regla fiscal. Nótese que la diferencia es creciente en el tiempo porque el continuo crecimiento del gasto por encima de lo recomendado tiene un efecto acumulativo, con lo que la regla hubiese “recomendado” un superávit de casi 9pp del PIB más que el observado en 2008, de tal manera que se corrigieran los desequilibrios de los años anteriores. La conclusión es que el gasto no debería haber crecido como lo hizo en el período inmediato anterior a la crisis y que mucha de la incertidumbre que se ha vivido durante los últimos años podría haberse evitado de haberse implementado una regla fiscal más rígida durante esos años.

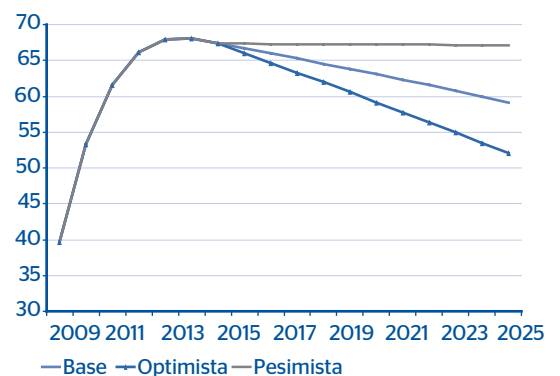
La siguiente pregunta a contestar es sobre la idoneidad de la regla fiscal aquí planteada. La propuesta es que, en general, cualquier compromiso que se adquiriera debería llevar a una reducción de la deuda pública a medio plazo. Como ya se ha mostrado, un superávit primario de 2% del PIB garantiza la sostenibilidad. De forma más concreta, con una prima de riesgo de unos 140 pb y un crecimiento del PIB del 2%, un déficit primario al 2% del PIB implicaría una reducción de la deuda que llevaría a cumplir con los niveles requeridos por Maastricht antes de 2025. Aún en un escenario pesimista (50pb adicionales de prima de riesgo, 0,5% de crecimiento respecto al escenario base), la deuda sería sostenible, aunque no se converge a Maastricht en el futuro cercano (véase Gráfico 48). Aquí, cabe mencionar que se puede ser más ambicioso, teniendo en mente que los compromisos de medio plazo que enfrenta el sector público son elevados (pensiones y sanidad).

Gráfico 47  
**Exceso de superávit primario requerido para cumplir la regla (pp PIB)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 48  
**España: escenarios de deuda con la regla fiscal estructural (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research

14: Se toma como fecha de inicio 1999, que según BBVA Research (2009) es el año en que se observó una brecha de producto igual a cero. El crecimiento del PIB nominal tendencial durante los años de referencia fue de un 5,4%, mientras que el gasto público creció en promedio a una tasa del 7,3%.

Finalmente, la implementación de una regla como la que aquí se propone tiene mayores probabilidades de éxito si existe un organismo independiente que sea capaz de ofrecer evaluaciones, consejos y previsiones, y promover algún tipo de control sobre las administraciones públicas para limitar potenciales desviaciones de los objetivos presupuestarios. Como muestran Calmfors y Wren-Lewis (2011), el establecimiento de un Consejo Asesor de Política Fiscal para este fin se justifica por el sesgo de los gobiernos a incurrir en déficit, como consecuencia de problemas de información, previsiones excesivamente optimistas, impaciencia del electorado, redistribución intergeneracional de la deuda o competencia electoral (cuando no se internaliza el coste del endeudamiento). Dicho consejo asesor debería ser capaz de emitir previsiones y una opinión sobre la viabilidad de las metas que las administraciones públicas hayan establecido. La evidencia internacional indica que este consejo debería ser independiente del poder ejecutivo, con empleados de una reputación reconocida y que pudieran ser elegidos por períodos determinados, similar a cómo funcionan los bancos centrales. Este organismo podría depender directamente del Parlamento, que se encargaría de la elección de la dirección de dicho consejo. Como ocurre con la Oficina Presupuestaria del Congreso en EE.UU., este organismo proporcionaría instrumentos de análisis y evaluación de las políticas públicas que sería de mucha utilidad para que el Parlamento ejerciera de una manera más efectiva su labor de control del ejecutivo.

### Referencias:

BBVA Research (2009). Situación España. Noviembre.

BBVA Research (2010). Situación España. Noviembre.

Calmfors, L y Wren-Lewis, S (2011): *"What should fiscal councils do?"*. University of Oxford, Economic Series Working paper 537.

Cardoso, M., R. Doménech y V. Pou (2011) *"Las comunidades autónomas ante el reto de 2011"*. Observatorio económico. BBVA Research.

## 6. Cuadros

Cuadro 6

**Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto**

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

Fecha de cierre: 30 de abril de 2011

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

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

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

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

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

Fecha de cierre: 30 de abril de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

**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	0,73	0,75
UEM	1,47	1,39	1,33	1,37	1,33
Reino Unido	1,82	1,56	1,55	1,64	1,66
China	6,95	6,83	6,77	6,46	6,14

Fecha de cierre: 30 de abril de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

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

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

Fecha de cierre: 30 de abril de 2011

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

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

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Consumo hogares	0,4	-1,1	0,7	1,1	1,3
Consumo AA.PP.	2,3	2,5	0,7	0,2	0,1
FBCF	-1,0	-11,3	-0,8	1,8	2,7
Equipo y otros productos	1,1	-15,0	3,4	3,2	3,2
Equipo	0,9	-16,6	4,6	3,3	3,0
Construcción	-2,2	-7,2	-3,7	-1,2	0,8
Vivienda	-4,7	-10,3	-2,9	-0,3	0,7
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>0,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
Exportaciones	0,7	-13,1	10,6	7,1	5,0
Importaciones	0,6	-11,8	8,7	5,7	4,9
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>
<b>PIB pm (% a/a)</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>
<b>Pro-memoria</b>					
PIB sin inversión en vivienda	0,6	-3,7	1,9	1,8	1,5
PIB sin construcción	0,6	-3,7	2,3	2,1	1,5
Empleo total (EPA)	0,9	-1,8	-0,4	0,5	0,8
Tasa de Paro (% Activos)	7,6	9,5	10,0	9,7	9,3
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-1,1	-0,7	-0,5	0,0	0,2
Saldo de las AA.PP. (% PIB)	-2,0	-6,3	-6,0	-4,4	-3,7
IPC media anual	3,3	0,3	1,6	2,4	1,6

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

Cuadro 11

**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	-0,1	0,9	1,6
Consumo Privado	-0,6	-4,3	1,3	0,4	0,9
Consumo Público	5,8	3,2	-0,7	-1,1	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-4,8	-16,0	-7,5	-3,8	2,4
Bienes de equipo	-2,5	-24,5	1,9	2,6	4,9
Construcción	-5,9	-11,9	-11,1	-7,7	1,2
Vivienda	-10,7	-24,5	-16,5	-7,5	3,6
Resto	-0,8	-0,1	-7,2	-7,8	-0,1
Otros Productos	-4,1	-16,2	-7,8	-0,7	2,6
Variación de existencias (*)	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-0,6	-6,4	-1,1	-0,9	1,0
Exportación bienes y servicios	-1,1	-11,6	10,3	10,6	6,2
Importación bienes y servicios	-5,3	-17,8	5,5	3,7	3,6
Saldo exterior neto (*)	1,5	2,7	1,0	1,7	0,6
PIB a precios corrientes	3,3	-3,1	0,8	3,4	3,2
Miles de millones de euros	1088,1	1053,9	1062,6	1098,8	1133,4
<b>Precios y Costes</b>					
Deflactor del PIB	2,4	0,6	1,0	2,5	1,6
Deflactor consumo hogares	3,5	0,1	2,8	2,8	1,2
IPC	4,1	-0,3	1,8	2,9	1,3
Remuneración por asalariado	6,4	4,1	0,7	2,8	2,6
Coste laboral unitario (CLU)	5,0	1,2	-1,5	1,2	1,6
<b>Sector exterior</b>					
Balanza comercial (% PIB)	-7,9	-4,0	-4,4	-2,8	-2,3
Balanza por Cuenta Corriente (% PIB)	-9,7	-5,5	-4,5	-2,9	-2,4
<b>Sector público</b>					
Deuda (% PIB)	39,8	53,3	60,1	64,6	67,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,2	-11,1	-9,2	-6,0	-4,4
<b>Mercado de trabajo</b>					
Población activa, EPA	3,0	0,8	0,2	0,2	0,4
Empleo EPA	-0,5	-6,8	-2,3	-0,7	0,8
Variación en miles de personas	-98,4	-1369,7	-431,4	-121,2	145,0
Empleo CNTR (tiempo completo)	-0,5	-6,6	-2,4	-0,7	0,7
Tasa de Paro (% Población activa)	11,3	18,0	20,1	20,8	20,5
Productividad	1,4	2,9	2,2	1,6	0,9
<b>Hogares</b>					
Renta disponible real	2,4	1,6	-4,4	-2,3	1,8
Renta disponible nominal	6,0	1,7	-1,8	0,4	3,0
Tasa de ahorro (% renta nominal)	13,5	18,1	13,1	10,7	11,5

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

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

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

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

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

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



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

+34 91 537 36 72

rdomenech@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

**Juan Ramón García**

+34 91 374 33 39

juanramon.gl@grupobbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

+34 91 537 37 76

mjimenezg@grupobbva.com

**Agustín García Serrador**

agustin.garcia@grupobbva.com

+34 91 374 79 38

**Félix Lores**

+34 91 374 01 82

felix.lores@grupobbva.com

**Isabel Mohedano**

+34 91 374 62 66

isabel.mohedano@grupobbva.com

**Miguel Pérez**

+34 91 374 75 28

m.perezvillaseca@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

+34 91 374 33 42

arubiog@grupobbva.com

**Macarena Ruesta**

+34 91 374 33 21

esperanza.ruesta@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

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

+34 91 374 58 87

juan.ruiz@grupobbva.com

**BBVA Research**
*Economista Jefe del Grupo*
**Jorge Sicilia**
*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*
*Sistemas Financieros y Regulación:*
**Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@grupobbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@grupobbva.com

*España y Europa:*
**Rafael Doménech**

rdomenech@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

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

**Daxue Wang**

daxue.wang@bbva.com.hk

India

**Sumedh Deorukhkar**

deorukhkar@grupobbva.com

Sudamérica

**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbvafrances.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

*Escenarios Económicos y Financieros :*

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.com

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

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**

javier.serna@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Interesados dirigirse a:**
**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

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

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@grupobbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: M-31254-2000