

Situación Consumo

Primer semestre 2011
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se desacelera** y los riesgos empeoran las perspectivas.
- **La economía española continúa estancada** y aumenta la probabilidad de entrar en recesión.
- **El ritmo de destrucción de empleo se ha intensificado**, lo que unido a la reducción persistente de la renta disponible de las familias ha continuado lastrando el consumo privado, especialmente de bienes duraderos.
- **Los resultados de la Encuesta de Tendencias de Negocio BBVA sugieren** que la situación económica de los distintos sectores dedicados al comercio al por menor ha empeorado más de lo previsto.
- **La persistencia de las tensiones financieras y la debilidad prevista de la demanda** no anticipan un aumento del crédito al consumo en el corto plazo.

Índice

1. En resumen.....	3
2. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	6
3. Financiación al consumo.....	10
Recuadro 1. Nueva Ley de contratos de créditos al consumo.....	13
4. Coyuntura de los bienes duraderos.....	15
Recuadro 2. Situación actual y perspectivas de la demanda de turismos en España.....	24
5. Análisis de la situación económica del comercio al por menor mediante la encuesta BBVA de tendencias de negocio. Segunda ola.....	31

Fecha de cierre: 25 de noviembre de 2011

1. En resumen

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han deteriorado durante los últimos meses. Los factores que explican el empeoramiento de la situación económica son, al menos, cuatro. En primer lugar, el crecimiento económico durante el segundo trimestre del año fue inferior al esperado, principalmente en las economías desarrolladas. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha acentuado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en las cumbres europeas de octubre van en la dirección correcta, todavía quedan elementos clave sin resolver. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema bancario europeo, provocando un incremento de las tensiones financieras en Europa superior al que tuvo lugar tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008, que impacta negativamente sobre la actividad económica. Por último, el aumento generalizado de la aversión al riesgo ha elevado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto de recrudecimiento de las tensiones financieras y ralentización del crecimiento global, el PIB de la economía española se estancó en el tercer trimestre de 2011, tras haber aumentado un 0,4% t/t y un 0,2% t/t en el primer y segundo trimestres, respectivamente. Dado el debilitamiento progresivo de la actividad, el ritmo de destrucción de empleo se ha acelerado, lo que unido a la reducción persistente de la renta disponible de las familias -en un contexto de caída del crédito, agotamiento de las prestaciones por desempleo y guerra de depósitos-, ha continuado lastrando el gasto en consumo privado, que en el tercer trimestre del año registró una caída del 0,1% t/t.

Si bien la totalidad del consumo se resintió durante el año actual, el gasto en bienes duraderos se vio especialmente afectado dada su mayor respuesta a cambios en la renta de los hogares. Durante la segunda mitad de 2010 y el primer trimestre de 2011, la demanda de turismos recuperó una parte de la caída registrada en jul-10 con motivo del incremento del IVA y de la finalización del Plan 2000E, pero unos fundamentales débiles y el aumento de la incertidumbre durante la época estival deterioraron de nuevo las compras, principalmente de particulares y de aquellos segmentos más beneficiados por el programa de achatarramiento (los turismos de gama media-baja). Utilizando un modelo¹ que cuantifica, conjuntamente, los determinantes de largo plazo de las matriculaciones y de la dinámica de corrección del desequilibrio de corto plazo, se obtiene que la contracción de la demanda de turismos durante la crisis actual se explica principalmente por el deterioro de sus fundamentales (PIB per cápita, precio relativo de los carburantes, tipos de interés de los préstamos al consumo y, sobre todo, tasa de desempleo), si bien el Plan 2000E y la modificación impositiva en julio del pasado año tuvieron efectos transitorios significativos sobre la evolución de las matriculaciones entre 2T09 y 3T10. Si la sensibilidad de la compra de automóviles ante cambios en sus determinantes no varía y éstos se comportan en línea con lo previsto, el número de vehículos matriculados aumentaría a partir de 2012 hasta rozar el millón de unidades a finales de 2015. Considerando que el grado de motorización tiene un punto de saturación en torno a los 520 turismos por cada mil habitantes, y bajo hipótesis razonables sobre la evolución futura del PIB, de la demografía y de la tasa de achatarramiento de vehículos, la demanda potencial se estabilizaría en el entorno de los 980 mil turismos anuales a partir de la próxima década. Con todo, la implementación de reformas estructurales que impulsasen el crecimiento potencial de la economía española y la capacidad de compra de los hogares, unida a un aumento débil pero sostenido de la población, permitiría incrementar las matriculaciones de turismos un 13% en el largo plazo.

El comportamiento de la demanda de vehículos de ocasión (VO) constituye uno de los escasos aspectos positivos del mercado español de automóviles. Entre enero y octubre de 2011, las ventas de VO aumentaron un 11,3% hasta superar 1,3 millones de unidades. Dado que las matriculaciones de turismos nuevos (VN) cayeron un 19,7% en el mismo período, la ratio de VO sobre VN se incrementó 0,5 puntos hasta alcanzar los dos turismos de ocasión por cada vehículo nuevo. Por tanto, la convergencia con los países de nuestro entorno se acelera, aproximándonos a la relación VO/VN existente en Alemania (2,1) o Italia (2,4).

¹: Véase el Recuadro 2 para más detalles.

Por su parte, las adquisiciones de ciclomotores y motocicletas han continuado disminuyendo durante los diez primeros meses de 2011, si bien a un ritmo menor al registrado durante el segundo semestre del pasado año. Cuando se corrigen las cifras de las variaciones estacionales y el efecto calendario, se obtiene que el número de vehículos de dos ruedas matriculados entre enero y octubre se redujo un 10,2% en relación con el mismo período de 2010, pero tan solo un 1,5% en comparación con lo sucedido en 2010. Las causas de la reducción de las matriculaciones de ciclomotores y motocicletas hay que buscarlas en el empeoramiento de sus determinantes - principalmente, de la renta disponible de las cohortes de población más joven- y en el incremento de la aversión al riesgo. Adicionalmente, los cambios regulatorios -en particular, el aumento de la edad de obtención del permiso AM hasta los 15 años y la transposición de la Directiva 2006/126/CE casi cuatro años antes de lo exigido por las autoridades europeas- han coadyuvado a la caída de la demanda de motocicletas y, sobre todo, de ciclomotores.

Tampoco la demanda de muebles ha contribuido positivamente al consumo de los hogares durante el año actual. Durante los nueve primeros meses de 2011, la facturación del sector del mueble disminuyó un 5,2% CVEC², condicionada por el deterioro persistente de la inversión en vivienda. La prolongación del ajuste de la actividad residencial también ha repercutido negativamente sobre el consumo de electrodomésticos, acelerando el proceso de reestructuración del sector iniciado a comienzos de la década precedente. Según los datos de la Asociación Nacional de Fabricantes de Electrodomésticos de Línea Blanca, el número de unidades vendidas cayó un 12,0% en los diez primeros meses de 2011 en relación con el mismo periodo del año anterior, tras haberse reducido un 4,4% en 2010. Por último, las ventas al por menor de equipamiento tecnológico y de electrónica de consumo continuaron descendiendo entre enero y septiembre (un -3,8% CVEC y un -5,6% CVEC, respectivamente), si bien la disminución generalizada de sus precios ha propiciado un incremento de la penetración de los equipos TIC en los hogares españoles, liderado por el éxito de los ordenadores portátiles.

Como consecuencia del recrudecimiento de las tensiones financieras y de la debilidad de la demanda doméstica, el saldo vivo de crédito al consumo de los hogares españoles se redujo en 10,9 miles de millones de euros durante los nueve primeros meses de 2011 (un 15,4% a/a) en un entorno de leve crecimiento del coste medio de financiación (1,7pp entre enero y septiembre). Los resultados de la Encuesta de Tendencias de Negocio (ETN) BBVA, correspondientes al primer semestre de 2011, confirman que el deterioro de la financiación al consumo se explica tanto por una escasez de la demanda como por una limitación de la oferta. Así, la demanda de préstamos disminuyó más de lo que los encuestados pronosticaron en dic-10 pero ligeramente menos que durante 2010. Paralelamente, tuvo lugar un endurecimiento de las condiciones de financiación que, según los participantes en la ETN, contrajo la oferta de crédito al consumo en todas las ramas de actividad dedicadas al comercio minorista, siendo las de distribución de vehículos y de mobiliario las más afectadas. La magnitud de la caída del crédito al consumo, unida al menor crecimiento de la economía española, provocan que su peso en términos de PIB haya convergido con el del conjunto de la UEM en torno al 7%, revirtiendo la expansión de la ratio de apalancamiento que tuvo lugar durante los años de mayor crecimiento económico.

Los indicadores de confianza y la volatilidad en los mercados financieros avanzan que durante el tramo final del año podría materializarse un estancamiento de la economía europea, que afectaría negativamente al, hasta ahora, vigoroso crecimiento de las exportaciones españolas. Más importante podría ser el efecto que puedan tener las preocupaciones por la solvencia de algunas entidades financieras europeas sobre la provisión de crédito en el continente y, por lo tanto, sobre la actividad. El aumento de la incertidumbre en varios frentes condicionará el escenario económico en el corto y medio plazo. Por un lado, las expectativas de que la prima de riesgo presente una reducción más lenta hacia los niveles consistentes con los fundamentales de la economía restarían crecimiento a 2012. Por otro, las dudas sobre la resolución definitiva de la crisis soberana ya habrían empezado a afectar a las perspectivas de empresas y familias, lo que tendrá un efecto negativo sobre la demanda doméstica privada durante los siguientes trimestres. Finalmente, y respecto al cumplimiento de los compromisos en materia fiscal, la creciente probabilidad de que se presente una desviación por parte de la Seguridad Social y, particularmente, de las comunidades autónomas supone un mayor esfuerzo de consolidación fiscal que el esperado hace tres meses, tanto en la segunda mitad de 2011 como a lo largo de todo 2012. En cuanto al consumo privado, la demanda de bienes duraderos continuará

2: CVEC: serie corregida de variaciones estacionales y efecto calendario.

estando condicionada por el adelantamiento al 2S09 y 1S10 de las compras que habrían tenido lugar durante el año actual, pero su efecto se irá diluyendo a lo largo del horizonte de predicción. En 2012, a pesar de que la creciente incertidumbre podría sesgar al alza la tasa de ahorro por motivos precautorios, la visión sobre la evolución del consumo de los hogares no difiere significativamente de la presentada en la revista Situación Consumo precedente. Si bien la debilidad de los determinantes del gasto condicionará su crecimiento, situándolo significativamente por debajo del registrado en 2010, la ausencia de presiones inflacionistas acotará el deterioro de la renta disponible real, y el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos limitará el incremento de la carga financiera de los hogares. En consecuencia, se prevé que el gasto en consumo de los hogares se estanque en 2011, aumentando en torno al 0,3% en 2012.

2. Perspectivas de crecimiento de la economía española

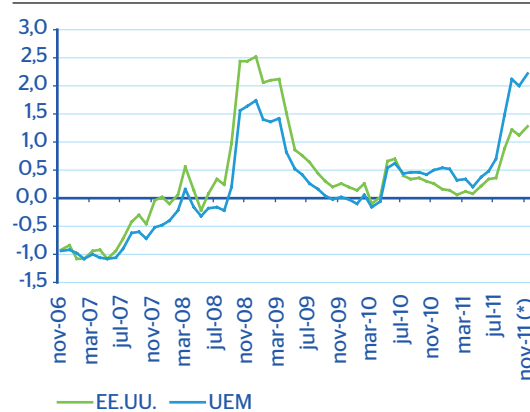
La economía mundial se desacelera y los riesgos aumentan los sesgos a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico durante la primera parte del año ha sido menor de lo esperado, especialmente en las economías desarrolladas. En segundo lugar, durante el 2S11 la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en las cumbres de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una "hoja de ruta" clara para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, provocando que las tensiones alcancen niveles -en muchos aspectos- superiores a los registrados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (véase el Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta el círculo vicioso real-financiero. Por último, el incremento generalizado de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, la economía mundial crecería un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012 apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a una expansión discreta en las economías avanzadas (véase el Gráfico 2). Si bien estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, hay que puntualizar que los riesgos están sesgados a la baja y, a corto plazo, dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa.

Gráfico 1

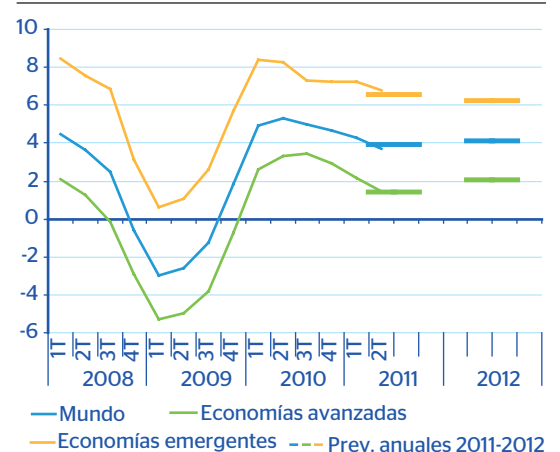
Índice de tensiones financieras BBVA



(*) Datos hasta el 24 de noviembre de 2011
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research y FMI

Los soportes del crecimiento pierden fuelle en Europa

Tras un inicio de 2011 excepcionalmente positivo, el crecimiento económico de la eurozona se ralentizó durante el segundo y tercer trimestres. Una demanda global algo menos dinámica, los efectos contractivos de la consolidación fiscal en buena parte de la zona y, por encima de todo, el estrés financiero y la caída de confianza ligados al recrudecimiento de la crisis soberana desde el verano y su extensión al sector bancario han sido los principales factores que están detrás de esta tendencia. En cuanto a la composición del crecimiento, aumentan las preocupaciones.

Mientras que el principal motor de la actividad -la demanda externa- se ha debilitado, la esperada recuperación de la demanda doméstica, que debería haber tomado el relevo, no se ha producido, en parte debido a la finalización de los estímulos fiscales pero, sobre todo, porque la crisis de confianza ha afectado a los componentes de consumo e inversión.

Nuestra previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de la UEM se sitúa en el 1,6% para 2011 y en el 1,0% para 2012. Aún así, es una previsión dependiente de que las turbulencias financieras en la eurozona se atenúen de manera significativa a finales de año o a comienzos de 2012. Los resultados de las cumbres europeas de octubre contienen los elementos necesarios para que se produzca esta mejora, pero las dudas de los mercados financieros respecto a los detalles de los acuerdos y su puesta en marcha hacen que los riesgos estén fuertemente sesgados a la baja. En tal caso, el PIB podría estancarse en el conjunto de la zona euro en 2012, o incluso entrar en terreno negativo.

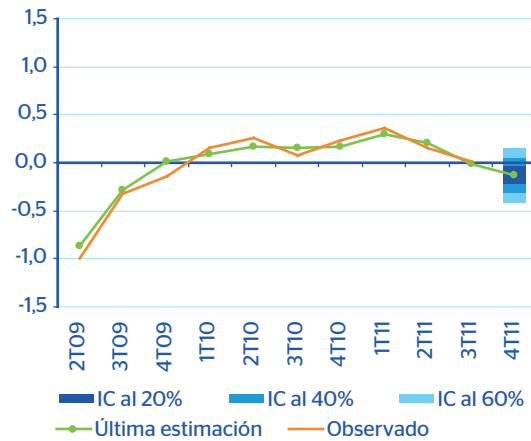
Respecto a la inflación, las presiones continúan disminuyendo a pesar de que el crecimiento de los precios sólo se desaceleró marginalmente en el tercer trimestre del año. Así lo ha reconocido el Banco Central Europeo (BCE), que en su reunión de noviembre redujo los tipos de interés de referencia en 0,25 puntos hasta el 1,25% (tipo de refinanciación), y que probablemente volverá a bajarlos hasta el 1% próximamente. Según nuestras previsiones, la inflación debería situarse claramente por debajo del 2% en 2012, en un 1,6% de media, mientras que la inflación subyacente sería aún menor.

En España aumentan las probabilidades de una contracción en el 4T11 y de escenarios de riesgo para el próximo ejercicio económico

El incremento de la incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial ha tenido, a su vez, un efecto negativo en las expectativas de recuperación de la economía española. Adicionalmente, a nivel interno continúa el ajuste de los desequilibrios, potenciado en algunos sectores por el proceso de consolidación fiscal. Así, la incipiente recuperación observada en la producción hasta comienzos del 1S11 no fue capaz de generar empleo, lo que unido a la reducción persistente de la renta disponible de las familias -en un contexto de caída del crédito, agotamiento de las prestaciones por desempleo y guerra de depósitos-, continúa lastrando el consumo privado, que en el tercer trimestre del año registró una caída del 0,1% t/t. Por el lado de la inversión, el ajuste se ha acelerado, tanto en cantidades como en precios, como consecuencia de la finalización de los incentivos fiscales (v.g., deducción por compra de vivienda habitual) y de la continuación del proceso de reducción del déficit de las administraciones públicas, si bien las exportaciones se han recuperado en el tercer trimestre del año (+3,1% t/t), volviendo a dar algo de soporte a la inversión en equipo y maquinaria (+2,3% t/t). El dinamismo de la demanda externa continuó soportando el crecimiento de la economía en 3T11; los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), recientemente publicados, confirmaron el estancamiento previsto entre julio y septiembre, y las previsiones en crecimiento del PIB en tiempo real realizadas a partir del modelo MICA-BBVA³ señalan un incremento significativo de la probabilidad de que se produzca una contracción económica durante el trimestre actual (véanse los Gráficos 3 y 4).

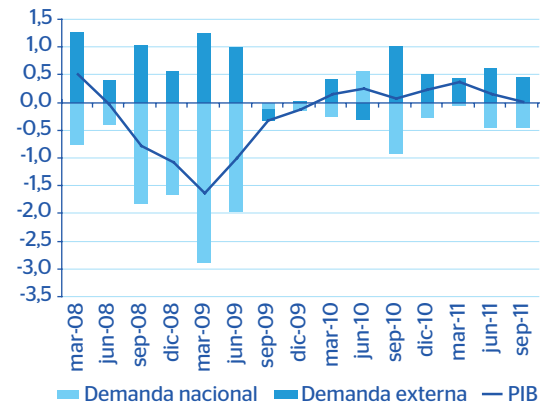
3: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21.

Gráfico 3
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (%t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Hacia delante, los indicadores de confianza y la volatilidad en los mercados financieros europeos ya avanzan que durante el tramo final del año podría materializarse un estancamiento de la economía europea, que afectaría negativamente al hasta ahora vigoroso crecimiento de las exportaciones españolas. Más importante aún puede ser el efecto que las preocupaciones por la solvencia de algunas entidades financieras europeas pueda tener en la provisión de crédito en el continente y, por lo tanto, sobre la actividad. El aumento de la incertidumbre en varios frentes condicionará el escenario económico en el corto y medio plazo. Por un lado, las expectativas de que la prima de riesgo presente una reducción más lenta hacia los niveles consistentes con los fundamentales de la economía restarían crecimiento a 2012. Por otro, las dudas sobre la resolución definitiva de la crisis soberana ya habrían empezado a afectar a las expectativas de empresas y familias, lo que tendrá un efecto negativo sobre el consumo y la inversión durante los siguientes trimestres. Finalmente, y respecto al cumplimiento de los compromisos en materia fiscal, la creciente probabilidad de que se presente una desviación por parte de la Seguridad Social y, particularmente, de las comunidades autónomas supone un mayor esfuerzo de consolidación fiscal que el esperado hace tres meses, tanto en la segunda mitad de 2011 como a lo largo de todo 2012. Por el lado positivo, este contexto de mayor incertidumbre está llevando al BCE a una política monetaria ligeramente más acomodaticia, lo que puede ser especialmente positivo para las familias y empresas españolas, aunque insuficiente para compensar los efectos más directos del incremento de la incertidumbre sobre la prima de riesgo y los costes de financiación de la economía.

En nuestro escenario central, el deterioro observado en el contexto internacional relevante para la economía española contribuye a que el crecimiento promedio anual se sitúe en torno al 0,8% en 2011. Asimismo, es de prever que el PIB exhiba tasas de crecimiento intertrimestral moderadas durante el próximo año, que se trasladarán en un crecimiento inferior al previamente proyectado para el conjunto del ejercicio económico (1,0% frente al 1,3%) (véase el Cuadro 1). Con todo, la ausencia de medidas definitivas, tanto a nivel europeo como a nivel interno, que despejen por completo las dudas que persisten sobre la gobernanza europea y la capacidad de crecimiento y creación de empleo de la economía española, supone un aumento significativo de la probabilidad de escenarios de riesgo.

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(Tasa de crecimiento a/a)	2008	2009	2010	2011 (p)	2012 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,0	-2,3	0,6	-0,3	-0,4
G.C.F. Hogares	-0,6	-4,4	0,7	0,0	0,3
G.C.F. AA.PP.	5,9	3,8	0,2	-1,3	-2,3
Formación Bruta de Capital	-4,2	-16,4	-6,0	-4,0	-0,2
Demanda nacional (*)	-0,5	-6,5	-1,0	-1,2	-0,4
Exportaciones	-1,0	-10,2	13,5	9,3	5,4
Importaciones	-5,1	-16,9	8,9	1,9	0,9
Saldo exterior (*)	1,4	2,8	0,9	2,0	1,3
PIB pm	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1,0
Pro-memoria					
PIB sin inversión en vivienda	2,3	-1,5	0,8	1,2	0,9
PIB sin construcción	2,8	-0,8	2,0	2,3	1,5
Empleo total (EPA)	-0,5	-6,8	-2,3	-1,7	-0,8
Tasa de paro (% Pobl. activa)	11,3	18,0	20,1	21,5	22,1
Empleo total (e.t.c.)	-0,5	-6,6	-2,4	-1,7	-0,9

(*) contribuciones al crecimiento
Fuente: BBVA Research a partir de INE

En lo que respecta a la composición del crecimiento, los factores contemplados en nuestro escenario económico para 2011 y 2012 suponen, en balance, una presión a la baja tanto para la demanda externa como, sobre todo, para la demanda interna. En cuanto al consumo privado, los datos recientemente publicados de la CNTR para el 3T11 -que incorporan tanto la revisión anual habitual para los datos observados, como el cambio a la base contable de 2008⁴- junto con los indicadores parciales de coyuntura para el trimestre actual apuntan a un estancamiento de este agregado de la demanda para el conjunto de 2011, en línea con la debilidad de sus fundamentales, y con el efecto base negativo derivado del aumento de la carga impositiva en el 2S10. En 2012, a pesar de que la creciente incertidumbre podría sesgar al alza la tasa de ahorro por motivos precautorios, la evolución prevista del consumo de los hogares en nuestro escenario base no difiere significativamente respecto a lo que se ha observado en 2011. Si bien la debilidad de los determinantes del gasto limitará su crecimiento, situándolo ligeramente por encima de lo esperado para 2011 -aunque por debajo del registrado en 2010- la ausencia de presiones inflacionistas acotará el deterioro de la renta disponible real, y el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos limitará el incremento de la carga financiera de los hogares.

Sin embargo, toda vez que no se ha producido la corrección total de los desequilibrios acumulados antes y durante la actual crisis económica que más directamente condicionan la evolución del consumo de los hogares (v.g., apalancamiento financiero y elevada tasa de paro), el incremento de la probabilidad de escenarios de riesgo para el conjunto de la economía española entraña un sesgo significativo a la baja sobre la evolución de este agregado de la demanda para el próximo ejercicio económico.

4: El cambio de la base contable -que toma 2008 como nuevo año de referencia- incorpora cambios metodológicos y estadísticos para algunos componentes de la demanda agregada, siendo los más relevantes los concernientes a las partidas de la inversión. A pesar de que el consumo de los hogares no ha experimentado un cambio metodológico, la revisión de las series históricas implica un crecimiento 0,5pp inferior en 2010 (-0,4pp para 2011 según nuestras estimaciones). Para más detalles, véase el Flash de BBVA Research con la evaluación de los datos de la CNTR del 3T11 disponible [aquí](#).

3. Financiación al consumo

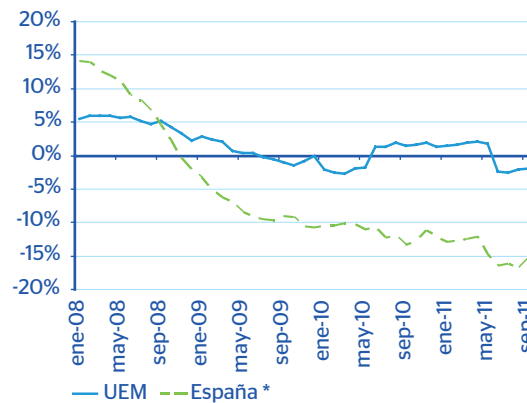
La debilidad de la demanda interna en España y los efectos del recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros han influido de manera negativa en la financiación al consumo, que acentúa su deterioro. En septiembre, el saldo vivo del crédito al consumo se situó en los 72,8 miles de millones de euros, un 15,4% menos que en el mismo mes del año anterior.

Evolución del crédito al consumo: un desapalancamiento que continúa

Durante el 2011, el crédito al consumo en España ha mantenido la tendencia decreciente que se venía observando desde finales de 2008. A comienzos de año disminuía en torno al 13% interanual, caída que se ha acelerado hasta el 17,1% a/a en agosto para moderarse ligeramente en septiembre, con un descenso del 15,4% a/a. Por el contrario, el crédito al consumo en la eurozona aumentó hasta mayo, pero su tasa de crecimiento volvió a ser negativa desde el mes de junio (véase el Gráfico 5). La evolución diferencial del crédito al consumo, unida al menor crecimiento de la economía española, provocan que el peso del crédito al consumo en términos de PIB haya convergido con el del conjunto de la UEM, revirtiendo la expansión de la ratio de apalancamiento que tuvo lugar durante los años de mayor crecimiento económico. Como se puede observar en el Gráfico 6, el saldo de crédito al consumo sobre PIB en España ha retornado al nivel registrado durante el inicio de la década precedente (en torno al 7%).

Gráfico 5

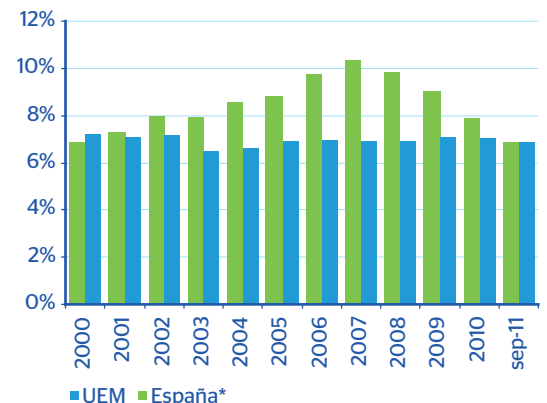
Evolución del crédito al consumo (% a/a)



* Crédito al consumo gestionado: incluye titulaciones
Fuente: BVA Research a partir de BCE, Banco de España e INE

Gráfico 6

Crédito al consumo sobre PIB (%)



* Crédito al consumo gestionado: incluye titulaciones
Fuente: BBVA Research a partir de BCE, Banco de España e INE

La principal diferencia en el perfil por vencimientos de las nuevas operaciones entre España y el resto de Europa continúa siendo el mayor protagonismo del corto plazo en el caso español. Esto se explica, en parte, por la importancia de la tarjeta de crédito como medio de pago. Sin embargo, los datos recopilados por el Banco de España (BdE) muestran una reducción progresiva de la importancia relativa de las operaciones de financiación a menos de un año a favor de las de plazos medios, cuyo peso alcanzó el 35,2% a finales del tercer trimestre de 2011. Por último, la importancia relativa de las nuevas operaciones a más de 5 años también se incrementó significativamente hasta alcanzar el 28,1% entre junio y septiembre (véase el Gráfico 7).

Existen razones tanto de demanda como de oferta para explicar la contracción del crédito al consumo durante los últimos años en España. Respecto a la demanda, ésta ha disminuido como consecuencia tanto de un proceso de desapalancamiento de las familias, como de la pérdida de dinamismo de la actividad económica y de la lentitud en la recuperación, pero sobre todo, por la falta de mejora de un mercado laboral que continúa deteriorándose.

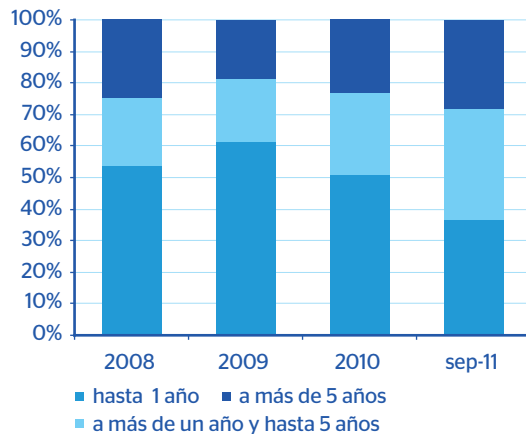
Por el lado de la oferta, la caída del crédito al consumo tiene su origen en el recrudecimiento de la crisis de deuda soberana, que ha aumentado las dificultades de acceso a recursos externos del sistema financiero. Los nuevos requisitos regulatorios europeos y nacionales, así como la exigencia de mayores ratios de capital, podrían tener un efecto relevante sobre la concesión de

crédito por parte de algunas instituciones en el medio plazo. En este contexto, y dada su elevada morosidad, la disminución de la exposición al crédito para consumo constituye una tendencia natural de reducción de riesgos de las entidades financieras. Al tratarse de operaciones a más corto plazo, el desapalancamiento es más acelerado ya que tan solo se renuevan una parte de las operaciones que vencen y las morosas pasan más rápidamente a fallidas. Con todo, la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) no prevé un empeoramiento de la oferta del crédito al consumo para el último trimestre del año, como indica el Gráfico 8.

La intensificación de las tensiones financieras durante el segundo semestre del año actual ha provocado un ligero endurecimiento de las condiciones de financiación al consumo en términos de precio. Así, el tipo de interés medio ponderado se incrementó hasta el 8,6% en septiembre, 0,5pp superior al del promedio de 2010, pero 1,7pp más elevado que el tipo de interés de dic-10. El aumento generalizado del precio en relación con el cierre de 2010 ha sido decreciente con el plazo. Así, se ha incrementado más en las operaciones inferiores al año (1,9pp) y menos en las de más de 5 años (0,3pp).

Gráfico 7

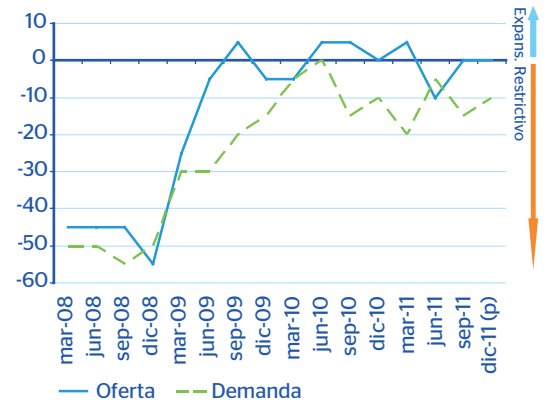
España:
nuevas operaciones de crédito al consumo (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Gráfico 8

España: encuesta préstamos bancarios
(Préstamo al consumo y otros)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Crédito al consumo por finalidad

Puesto que no se dispone de estadísticas desagregadas de crédito al consumo por finalidad para el conjunto del sistema financiero, el análisis se realiza con los datos de la Asociación Nacional de Entidades Financieras (Asnef), que recopila la información procedente de los Establecimientos Financieros de Crédito (EFCs). Así, el crédito al consumo concedido por los EFCs se ha mantenido prácticamente constante durante el último semestre, en contraste con lo sucedido entre septiembre de 2010 y marzo de 2011, cuando decreció alrededor de un 4% a/a, y lejos de las caídas de 2009, que alcanzaron el 20%. El revolving, tanto de préstamos (un 44%) como de tarjetas (el 56% restante), continuó a la cabeza, representando un 73% del volumen total financiado por los EFCs. El crecimiento del 1,0% a/a de revolving de tarjetas compensó la disminución del 2,6% a/a de los préstamos, por lo que el crecimiento agregado apenas varió (-0,6% a/a).

La financiación de la automoción, por su parte, aumentó un 10,9% a/a en septiembre. Este comportamiento positivo se explica por un efecto base -la cifra de septiembre de 2010 fue anormalmente baja- y no constituye una recuperación genuina del crédito, que cayó un 6,2% con respecto a junio. Los préstamos para la compra de turismos nuevos, que representan un 81% del total de la financiación a la automoción, se incrementaron un 12,1% con respecto a septiembre de 2010, pero disminuyeron un 6,2% desde junio -y un 3,4% si consideramos la suma móvil anual- como consecuencia del fin de las ayudas públicas para la adquisición de vehículos nuevos (Plan 2000E) y de la atonía generalizada de la demanda. En contraste, la financiación de turismos usados creció un 10,0%, si bien el importe medio por operación no se alejó significativamente del solicitado para un vehículo nuevo (10,3 miles de euros frente a 14,4 miles, respectivamente).

En definitiva, el crédito al consumo en 2011 se ha comportado en línea con la compleja situación económica del país. El recrudecimiento de las tensiones financieras y la debilidad de la demanda interna han favorecido el desapalancamiento en términos de consumo, de tal modo que la ratio de crédito al consumo sobre PIB ha convergido con la de la eurozona. Además, la financiación de la compra de automóvil, que supone una proporción significativa del total, ha evolucionado negativamente dado el deterioro persistente de la demanda tras la finalización de los estímulos al achatarramiento de vehículos. A futuro, el saldo vivo de crédito al consumo continuará disminuyendo durante buena parte de 2012, para estabilizarse a partir de entonces en un entorno económico previsiblemente más favorable.

Recuadro 1. Nueva Ley de contratos de créditos al consumo

El pasado mes de junio se publicó la transposición de la directiva europea de crédito al consumo a la regulación española⁵. La directiva DC 2008/48/CE no nació como reacción⁶ a prácticas excesivas detectadas después del inicio de la crisis, como sí lo hicieron otras regulaciones en Estados Unidos y México⁷, sino que tiene su origen en una propuesta de 1995 para adaptar la legislación europea vigente a la evolución de las técnicas financieras y elevar el nivel de protección del consumidor, homogeneizando y transparentando la contratación de un crédito al consumo a nivel europeo. Adicionalmente, esta norma respeta las singularidades de cada uno de los países en caso de que la legislación nacional proteja en mayor medida al consumidor.

La nueva normativa se concentra en facilitar a los solicitantes de un crédito al consumo la comparación entre distintas ofertas de la misma entidad o de varias entidades e impone unos nuevos requisitos de información mínima que tiene que ser proporcionada al cliente. Además, la nueva normativa es de aplicación a todos los agentes que participen en la contratación de los créditos, por lo que los intermediarios financieros también están sujetos.

La ley establece requisitos mínimos de información en la publicidad de los créditos al consumo y en la información previa al contrato. Dos nuevos documentos adquieren gran importancia: la Información Precontractual (IP) y la Oferta Vinculante (OV).

- Información Precontractual: es información previa a la firma de la operación y se debe conceder gratuitamente, y de manera anticipada, en un soporte duradero y con todas las características de la información normalizada europea: condiciones del préstamo; datos identificativos del prestatario; si se trata de un contrato vinculado a un bien o servicio, éste debe identificarse; si las características generales de la operación están condicionadas a la contratación de algún otro producto, esto debe especificarse, así como las condiciones en caso de no contratar el producto (es práctica habitual adquirir un seguro de vida o de protección de pagos).
- Oferta Vinculante: en esencia, es el mismo documento que la IP, pero exige a la entidad que mantenga las condiciones ofertadas durante catorce días naturales.

La nueva normativa obliga al prestamista a procurar asistencia al consumidor para que pueda valorar si las condiciones del crédito al consumo se ajustan a los intereses, necesidades y situación financiera. Además, el prestamista tiene obligación de evaluar la solvencia del consumidor a partir de la información facilitada por éste y la consultada en los ficheros de solvencia patrimonial, entre otros datos.

En el caso de las entidades financieras, éstas deben aplicar la política de riesgos existente e incorporar el cálculo estandarizado de la tasa anual equivalente (TAE).

En cuanto al proceso de cancelación de una operación, hay algunas novedades. Se incorpora el derecho de desistimiento, que permite al prestatario cancelar el crédito, sin necesidad de especificar razón alguna, mediante la comunicación por escrito en los primeros catorce días naturales después de la firma del contrato, pagando los intereses por los días devengados desde el inicio hasta el desistimiento. Se incorporan límites máximos a cobrar en caso de cancelación anticipada del préstamo: un 1% en caso de que el plazo pendiente hasta la finalización del contrato sea superior a un año y del 0,5% en caso de que el plazo pendiente sea menor a un año. Dichos límites nunca superarán los intereses que se deberían pagar en caso de finalizar el contrato en el plazo acordado. Si existiese un seguro asociado a la operación, la parte correspondiente de la prima deberá ser devuelta.

Por último, la norma se aplica parcialmente a los descubiertos tácitos, a los excedidos tácitos, a los préstamos renegociados desde una situación de impago y a los créditos que superen los 75.000 euros. Por ejemplo, estos últimos deben disponer de los documentos IP y OV pero no se ven afectados por los requerimientos de esta norma en cuanto al ejercicio de los derechos de cancelación anticipada y desistimiento.

Los beneficios para el consumidor de esta nueva ley son:

- Aumento de la claridad en todas las fases del proceso de contratación: el cliente no sólo recibirá más información por ley, sino que ésta estará estandarizada.
- Incremento de la competencia: al clarificarse el precio, se puede comparar mejor y las comisiones, previsiblemente, tenderán a reducirse.
- Derecho de desistimiento: el cliente tiene 14 días para desistir del contrato.
- Posibilita "trajes a medida": el cliente que no puede, o no quiere, acogerse a un crédito estándar tiene la posibilidad de elegir parte de las condiciones y, así, recibir una oferta con sus preferencias: plazo, calendario de amortizaciones irregular, período de carencia...

La nueva ley no cambia la regulación de los contratos de crédito vinculados al suministro de bienes o servicios. Así, no se establece una solución rápida en caso de no recibir el bien o servicio vinculado al crédito al consumo. Sí se contempla la posibilidad de que se puedan ejercitar los derechos correspondientes no sólo con el suministrador del bien o servicio, sino también con el prestamista, siempre y

5: Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, disponible aquí: <http://www.boe.es/boe/dias/2011/06/25/pdfs/BOE-A-2011-10970.pdf>

6: Véase: Situación Consumo 2º semestre de 2005: "Nueva Propuesta de Directiva sobre crédito al Consumo".

7: Véase Situación Consumo 2º semestre de 2009: "Cambios regulatorios y protección al consumidor un análisis comparado de México, EE.UU. y España".

cuando los productos no se hayan entregado en todo o en parte y se hayan reclamado de forma judicial o extrajudicial, y no se haya obtenido lo contratado.

Aunque las entidades y los intermediarios de crédito deben asumir un mayor esfuerzo a la hora de informar y formalizar una operación de crédito al consumo, esta nueva normativa ofrece beneficios para el prestatario:

- Los clientes tienen un conocimiento más claro de la operación y, además, se les informa por escrito de los recargos que sufrirán en caso de demora en el pago.
- Derecho de desistimiento: de esta manera se cancela la operación, pero se puede cobrar al cliente por los días devengados entre la disposición del nominal y la fecha de

desistimiento, siempre antes de 14 días naturales.

- La estandarización de la información a los clientes hace más homogéneas también las técnicas de venta de los productos, por lo que las experiencias nacionales serán útiles en la expansión al mercado europeo.
- En un mercado con mayor competencia, las ofertas engañosas irán perdiendo cuota de mercado, beneficiando así al resto de entidades.

En definitiva, la transposición de la normativa europea de protección al consumidor de crédito al consumo no incorpora novedades sustanciales a la regulación vigente, pero permitirá seguir profundizando en la consecución de un mercado más eficiente, transparente y seguro.

4. Coyuntura de los bienes duraderos

Tras un año marcado por los efectos del proceso de consolidación fiscal sobre las decisiones de gasto de los hogares, el primer semestre de 2011 se caracterizó por la apatía del consumo privado. La evolución positiva de la renta disponible nominal, especialmente del componente no salarial, fue insuficiente para compensar el incremento de los precios, lo que provocó un deterioro de la renta real que presionó a la baja el gasto en consumo de los hogares a pesar de la disminución de su ahorro. En 3T11, el aumento de la incertidumbre y la acentuación de la caída de la renta salarial real causaron un estancamiento del consumo. Como se observa en el Cuadro 2, la evolución desfavorable de las ventas reales del comercio minorista (-1,0% t/t CVEC) y de las matriculaciones de turismos (-6,6% t/t CVEC) no pudo ser totalmente compensada por la mejora de la actividad del sector servicios y de las disponibilidades de productos alimenticios. En términos interanuales, la variación trimestral del consumo implicó un crecimiento en torno al 0,4%, tal y como sugería el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA⁸ (MICC BBVA) (véase el Gráfico 9).

Cuadro 2

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

% t/t	Disponibilidades de bienes de consumo				Matriculaciones de turismos	Ventas interiores de grandes empresas	Índice de cifra de negocio del sector servicios	Comercio al por menor	Consumo CNTR
	Totales	Duraderos	Alimentación	Resto de no duraderos					
1T10	-2,9	-14,4	-0,3	0,0	1,6	0,9	0,4	1,7	-0,1
2T10	1,8	8,6	-1,1	2,8	0,2	2,0	2,3	-1,6	0,9
3T10	-3,9	-18,6	0,5	-2,2	-31,6	-5,0	-2,5	-1,6	-0,7
4T10	-0,8	-8,6	0,8	0,3	3,1	-0,4	-0,2	-0,9	0,7
1T11	0,4	7,6	-0,7	-0,9	3,8	-0,1	0,7	-1,6	-0,4
2T11	-1,4	-8,0	0,6	-1,7	0,4	0,0	0,0	-1,2	0,1
3T11	0,8	4,0	0,3	0,3	-6,6	0,3	0,7	-1,0	-0,1

Las cifras sombreadas son previsiones.

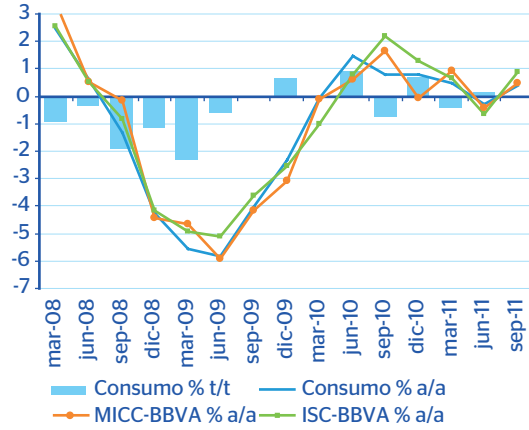
Fuente: BBVA Research a partir de MEH, ANFAC, AEAT e INE

La evolución positiva de la demanda externa ha compensado la atonía de la interna durante el transcurso de 2011 a pesar del comportamiento decepcionante de las exportaciones de duraderos. Como se puede observar en el Gráfico 10, las exportaciones reales de bienes y servicios continuaron creciendo durante el primer trimestre de 2011 impulsadas por el dinamismo de las economías centrales de la UE y el aumento del consumo en los países emergentes. Tras una leve corrección en 2T11, la demanda externa repuntó en 3T11 respaldada -en esta ocasión- por la evolución de las exportaciones de bienes duraderos, que crecieron un 3,8% t/t CVEC a pesar de la ralentización económica motivada por el aumento de la aversión al riesgo en Europa.

8: Los detalles del MICC-BBVA se pueden encontrar en el Recuadro 1 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre de 2010.

Gráfico 9

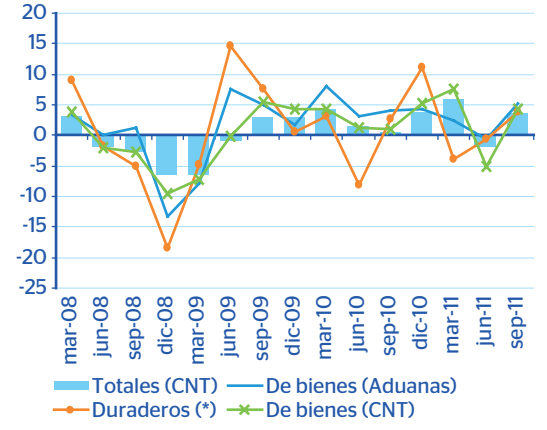
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 10

España: exportaciones reales (Datos CVEC, % t/t)



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

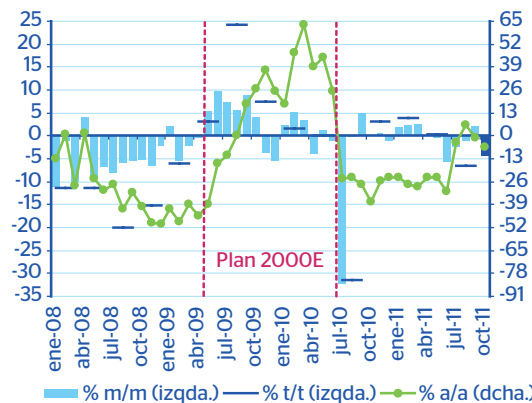
Demanda de turismos

La finalización del Plan 2000E y el incremento del IVA en julio del pasado año provocaron una corrección severa del número de turismos matriculados que contribuyó negativamente al crecimiento del gasto en consumo de los hogares en 3T10. Durante la segunda mitad de 2010 y el primer trimestre de 2011, la demanda de turismos recuperó una parte de la caída registrada en jul-10⁹, pero unos fundamentales débiles y el aumento de la incertidumbre durante la época estival deterioraron de nuevo las compras (-6,6% t/t CVEC en 3T11) (véase el Gráfico 11).

A pesar de la atonía de la demanda, los precios de consumo de los automóviles han continuado aumentando en línea con la inflación general durante el año actual, por lo que el abaratamiento relativo que tuvo lugar durante la vigencia del Plan 2000E ha desaparecido en 2011: entre enero y octubre, los precios de los automóviles se encarecieron un 2,1%, mientras que la inflación general se incrementó un 1,8% (véase el Gráfico 12).

Gráfico 11

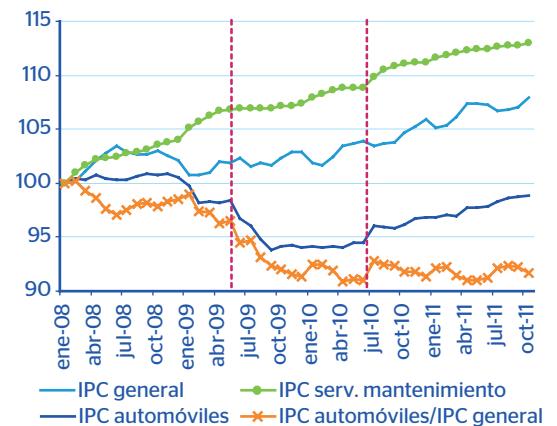
España: matriculaciones de turismos (Datos CVEC)



CVEC: datos corregidos de variaciones estacionales y de efecto calendario.
Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

Gráfico 12

España: precios de consumo de automóviles (ene-08=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

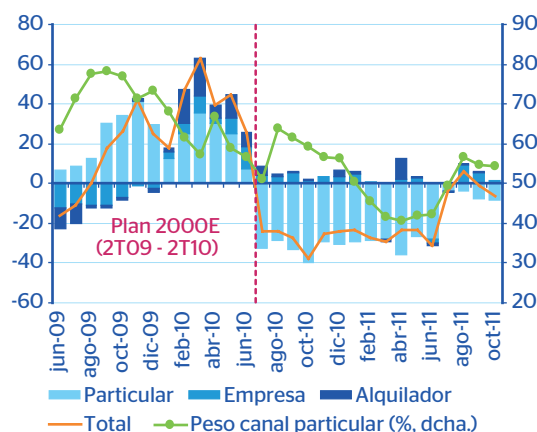
9: Tras la caída del 32,3% m/m CVEC en jul-10, las matriculaciones de turismos aumentaron un 11,5% CVEC hasta abr-11.

La evolución del número de turismos matriculados durante 2011 ha sido heterogénea por canal. Así, el canal de particulares ha sido el principal responsable de la pérdida de dinamismo de la demanda. Por el contrario, la renovación de flotas por parte de las compañías alquiladoras y, sobre todo, el aumento de la inversión en automóviles por parte de las empresas han continuado contribuyendo positivamente al crecimiento de las matriculaciones, de tal modo que el canal profesional representa el 53,2% de las ventas en 2011 (véase el Gráfico 13).

Tras la finalización del Plan 2000E no solo ha cambiado la composición de la demanda de turismos por canal, sino también por segmento. El Gráfico 14 muestra que los principales beneficiarios del Plan 2000E¹⁰ -los turismos de gama media-baja- han perdido cuota de mercado desde jul-10, excepto los todoterrenos pequeños. Por el contrario, la demanda de turismos de gama alta se ha deteriorado comparativamente menos durante el año actual, por lo que su cuota de mercado ha aumentado ligeramente. Con todo, únicamente los automóviles de los segmentos micro, pequeño y medio-bajo, y los todoterrenos medios han visto incrementado su peso en el total de ventas desde el inicio de la crisis.

Gráfico 13

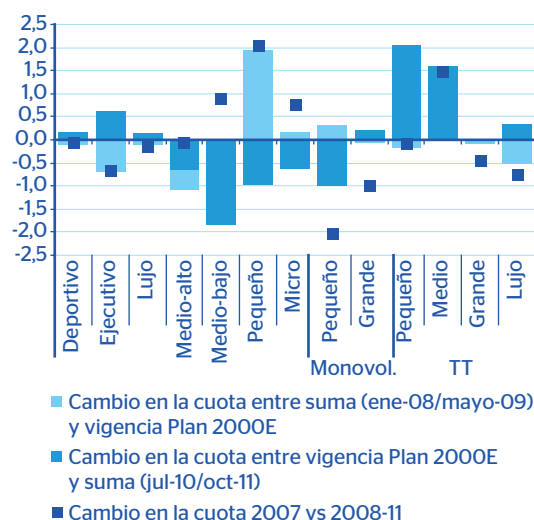
España: contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de las matriculaciones de turismos (%)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC

Gráfico 14

España: cambio en la cuota de mercado por segmento (Datos CVEC, pp)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

A diferencia de lo sucedido durante el 2S10, la demanda externa de turismos no ha permitido compensar la atonía de la demanda interna, a pesar de que su evolución ha sido más favorable que la del conjunto de bienes duraderos analizados. Como se puede observar en el Gráfico 15, las exportaciones reales de automóviles permanecieron prácticamente estancadas durante los nueve primeros meses de 2011.

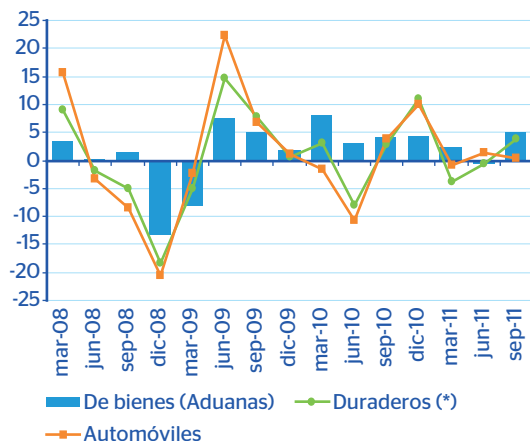
El comportamiento de la demanda de vehículos de ocasión (VO) constituye uno de los escasos aspectos positivos del mercado español de automóviles. Entre enero y octubre de 2011, las ventas de VO aumentaron un 11,3% hasta superar 1,3 millones de unidades, más de la mitad entre particulares (el 57,6%). Dado que las matriculaciones de turismos nuevos (VN) cayeron un 19,7% en el mismo periodo, la ratio de VO sobre VN se incrementó 0,5 puntos hasta alcanzar los dos turismos de ocasión por cada vehículo nuevo (véase el Gráfico 16). Por tanto, la convergencia con los países de nuestro entorno se acelera, aproximándonos a la relación VO/VN existente en Alemania (2,1) o Italia (2,4)¹¹.

10: El Plan 2000E condicionaba la bonificación a que el vehículo adquirido emitiese menos de 120 gramos de CO2 por kilómetro recorrido, o 149 gr/km en el caso de vehículos innovadores o diesel. Los requerimientos detallados para acogerse al Plan 2000E se pueden consultar [aquí](#).

11: Un análisis detallado de la evolución de los factores que explican la demanda de VO en España se puede encontrar en BBVA (2011): "¿Quién compra un VO? Evolución de los determinantes de la elección del tipo de vehículo durante la crisis", *Situación Consumo 2S10*, 14-21.

Gráfico 15

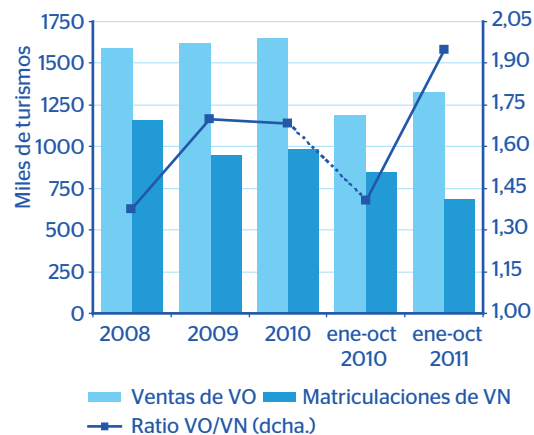
España: exportaciones reales de automóviles (Datos CVEC, % t/t)



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Gráfico 16

Ventas de turismos: VN vs VO



Fuente: BBVA Research a partir de Ganvam y Faconauto

Demanda de ciclomotores y motocicletas

Las adquisiciones de ciclomotores y motocicletas han continuado disminuyendo durante los diez primeros meses de 2011, si bien a un ritmo menor al registrado durante el segundo semestre del pasado año. Cuando se corrigen las cifras de las variaciones estacionales y el efecto calendario, se obtiene que el número de vehículos de dos ruedas matriculados entre enero y octubre se redujo un 10,2% en relación con el mismo período de 2010, pero tan solo un 1,5% en comparación con lo sucedido en 2S10 (véase el Gráfico 17).

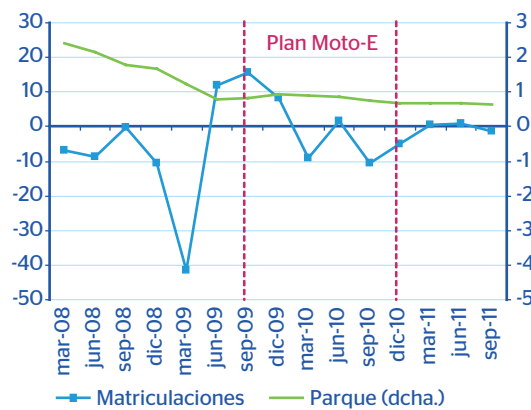
La extinción del Plan Moto-E en dic-10 no explica la contracción de la demanda interna de ciclomotores y motocicletas durante el año actual dado que tampoco condicionó el comportamiento del consumo a lo largo de su período de vigencia: la imposibilidad de beneficiarse del programa para adquirir una motocicleta de mayor cilindrada, la escasa magnitud de la bonificación en relación con el valor residual del vehículo achatarrado y el reducido número de Comunidades Autónomas que se adhirió al plan (Andalucía, Asturias y Cataluña) fueron los motivos principales de su escaso éxito¹². Por tanto, las causas de la disminución de las matriculaciones de vehículos de dos ruedas hay que buscarlas en la debilidad de sus determinantes -principalmente, de la renta disponible de los compradores potenciales ante el empeoramiento de la situación del mercado laboral entre las cohortes de población más joven- y en el incremento de la incertidumbre, que pospone las decisiones de compra reduciendo el consumo presente de bienes duraderos. Adicionalmente, los cambios regulatorios -en particular, el aumento de la edad de obtención del permiso AM hasta los 15 años y la transposición de la Directiva 2006/126/CE casi cuatro años antes de lo exigido por las autoridades europeas¹³- han contribuido a la caída de la demanda de motocicletas y, sobre todo, de ciclomotores.

Frente a la disminución persistente de la demanda interna de vehículos de dos ruedas -lo que ha reducido su precio relativo un 0,9% entre enero y octubre (véase el Gráfico 18)- la externa se comportó favorablemente durante el primer y tercer trimestres de 2011. El Gráfico 19 muestra que las exportaciones reales de ciclomotores y motocicletas crecieron un 32,7% CVEC entre enero y septiembre del año actual (un 17,9% en comparación con el mismo periodo del 2010), significativamente más que las ventas exteriores del conjunto de bienes duraderos analizados.

12: Los requerimientos para acogerse al Plan Moto-E se pueden encontrar [aquí](#).

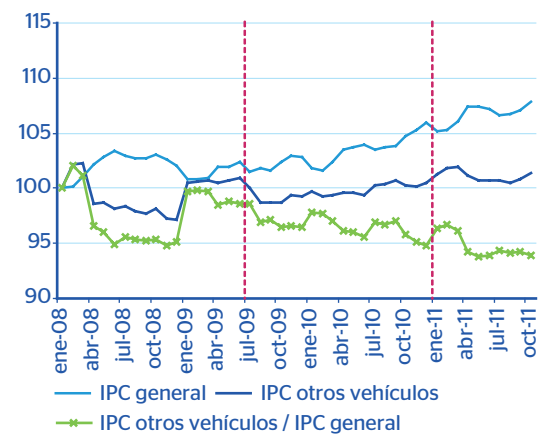
13: España fue el primer país de la UE que transpuso la [Directiva 2006/126/CE](#) sobre el permiso de conducción mediante la aprobación en 2009 del [Real Decreto 818/2009](#).

Gráfico 17
España: matriculaciones de ciclomotores y motocicletas (Datos CVEC, % t/t)



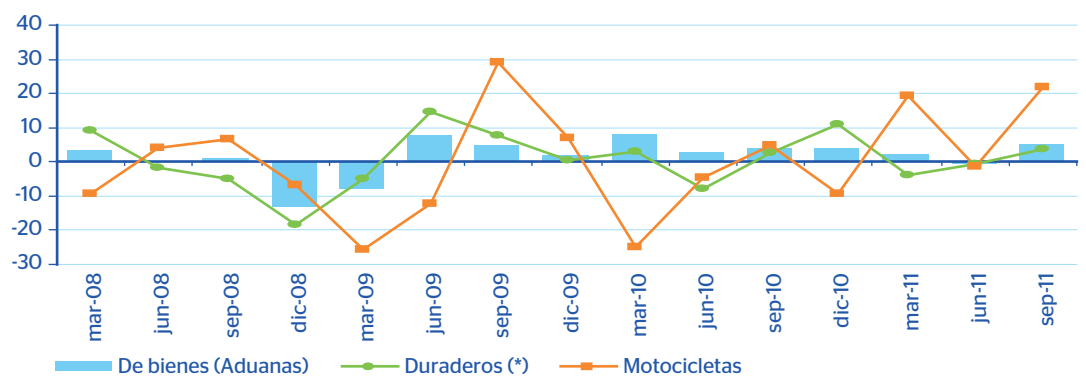
Fuente: BBVA Research a partir de Anesdor y BdE

Gráfico 18
España: precios de consumo de ciclomotores y motocicletas (ene-08=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 19
España: exportaciones reales de ciclomotores y motocicletas (Datos CVEC, % t/t)



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

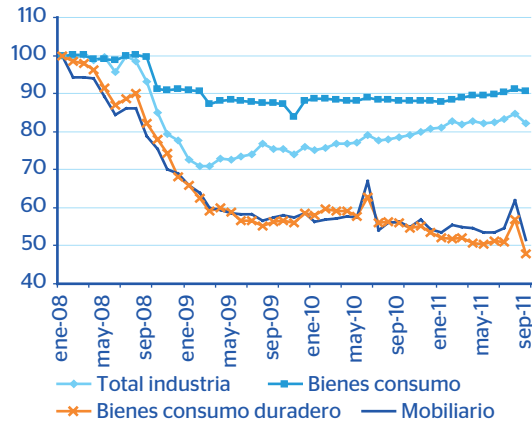
Mobiliario

Durante los nueve primeros meses de 2011, la facturación del sector del mueble disminuyó un 5,2% CVEC, ligeramente más de lo que lo hizo entre enero y septiembre de 2010 (-4,0% CVEC) pero la mitad de lo que se redujo la cifra de negocios del conjunto de sectores productores de bienes duraderos (-10,5% CVEC) (véase el Gráfico 20). Sin duda, dos factores han contribuido a explicar la evolución del sector. El primero es el comportamiento saludable de la demanda externa (véase el Gráfico 21), que, tras un primer trimestre negativo, creció por encima del promedio entre marzo y septiembre (15,5% CVEC). El segundo es la persistencia del deterioro del sector inmobiliario tras un 2010 caracterizado por el aumento del IVA en julio y la desaparición de la deducción por la adquisición de vivienda habitual en diciembre: entre enero y septiembre de 2011, la inversión en vivienda descendió un 2,2% CVEC y acumula una caída del 49,6% desde comienzos de 2007.

Como se puede observar en el Gráfico 22, la evolución de la facturación del sector del mueble se encuentra estrechamente relacionada con la de las exportaciones y la demanda de vivienda. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research indican que una disminución puntual de las exportaciones nominales de muebles en un 1% interanual provoca *ceteris paribus* una caída acumulada de la cifra de negocios en torno al 0,3%. El efecto de una reducción de la inversión nominal en vivienda en un 1% a/a sobre la facturación del sector del mueble es el doble (un 0,6%).

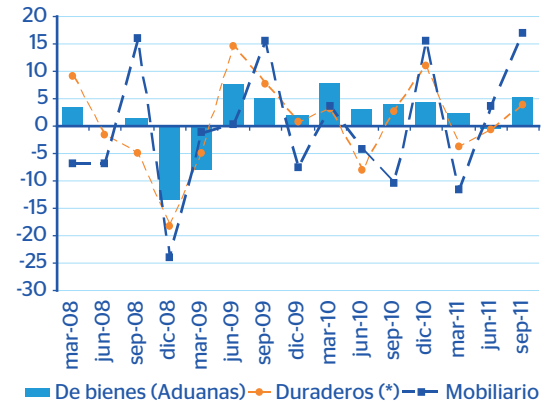
A pesar del deterioro de la demanda, los precios de los muebles han continuado aumentando en 2011 (un 0,7% entre enero y octubre). Sin embargo, dado que la inflación creció un 1,8% en el mismo periodo, su precio relativo se redujo un 1,1%, como muestra el Gráfico 23.

Gráfico 20
España: cifra de negocios (Datos CVEC, ene-08=100)



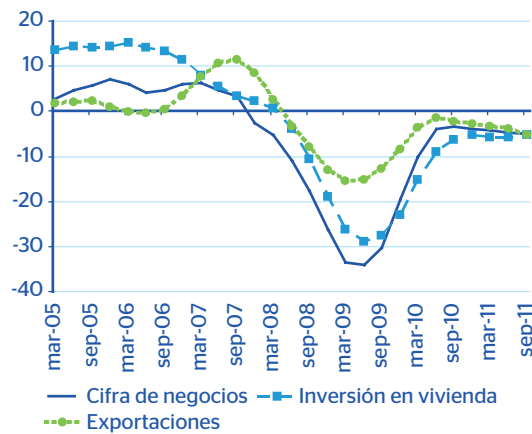
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 21
España: exportaciones reales de mobiliario (Datos CVEC, % t/t)



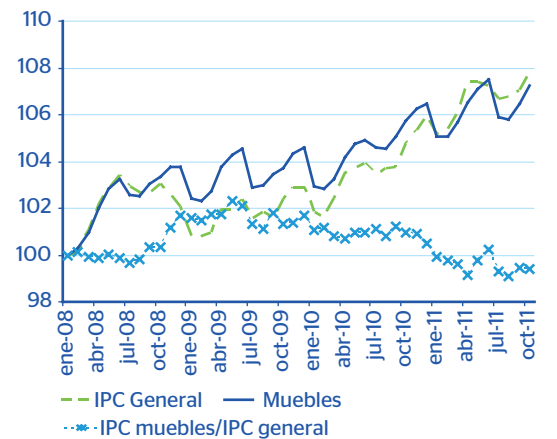
(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Gráfico 22
Inversión en vivienda, cifra de negocios y exportaciones en el sector del mueble (Datos nominales, % a/a de la tendencia)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 23
España: precios de consumo de muebles (ene-08=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Línea blanca

La prolongación del proceso de redimensionamiento del sector inmobiliario también ha repercutido negativamente sobre el consumo de electrodomésticos. Según los datos de la Asociación Nacional de Fabricantes de Electrodomésticos de Línea Blanca (ANFEL), el número de unidades vendidas disminuyó un 12,0% en los diez primeros meses de 2011 en relación con el mismo periodo del año anterior, tras haberse reducido un 4,4% en 2010. Todas las familias de electrodomésticos vieron mermadas sus ventas hasta octubre, pero hornos (-14,2%), congeladores (-15,0%) y secadoras (-28,6%) experimentaron una contracción superior al promedio (véase el Gráfico 24). La caída de la facturación durante 2011 fue superior a la del número de unidades (un 15,4%) y casi cuadruplica el descenso con el que se cerró el 2010 (-4,1%).

La reducción del consumo de artículos de línea blanca se manifiesta en una disminución generalizada de sus precios. El Gráfico 25 muestra que el IPC de electrodomésticos bajó un 1,5% entre enero y octubre del año actual (un -3,2% en términos reales) y lo habría hecho todavía más si no se hubiese encarecido el servicio postventa: los precios de los servicios de reparación aumentaron un 2,5% en los diez primeros meses del año.

Al igual que en los restantes bienes duraderos analizados, la demanda externa de electrodomésticos ha continuado experimentado una evolución más favorable que la doméstica durante el 2011. Pese a la caída registrada en el 2T11, las exportaciones reales de artículos de línea blanca crecieron un 6,3% CVEC durante los nueve primeros meses del año.

Gráfico 24
España: ventas de electrodomésticos por familia (% a/a del número de unidades)

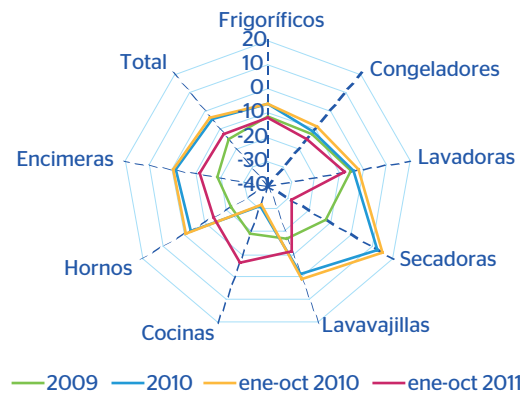
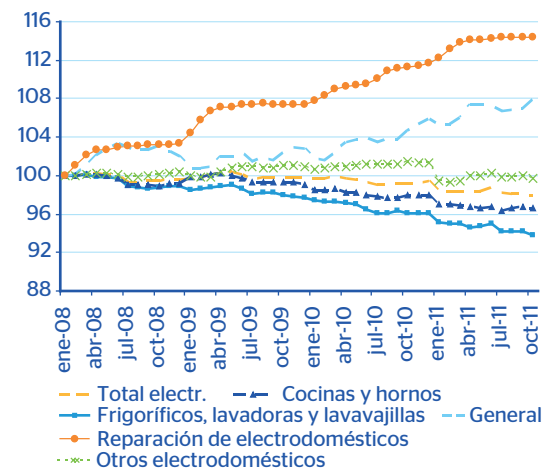


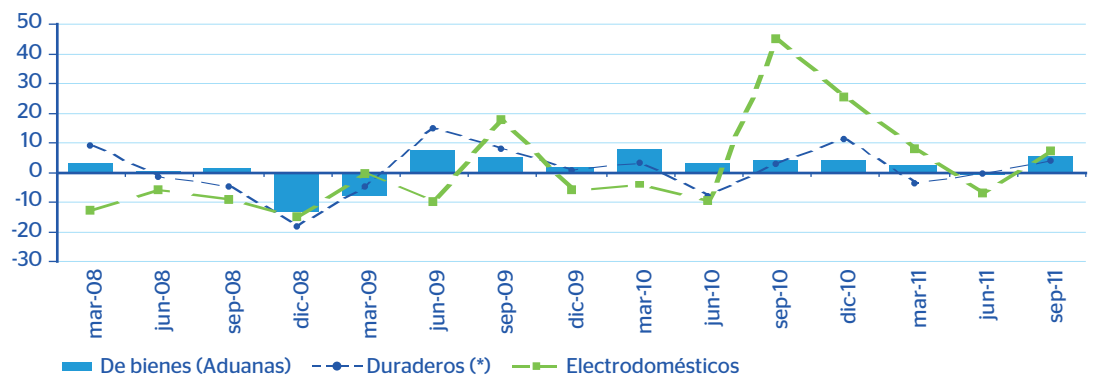
Gráfico 25
España: precios de consumo de electrodomésticos (ene-08=100)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFEL

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 26
España: exportaciones reales de electrodomésticos (Datos CVEC, % t/t)



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Línea marrón

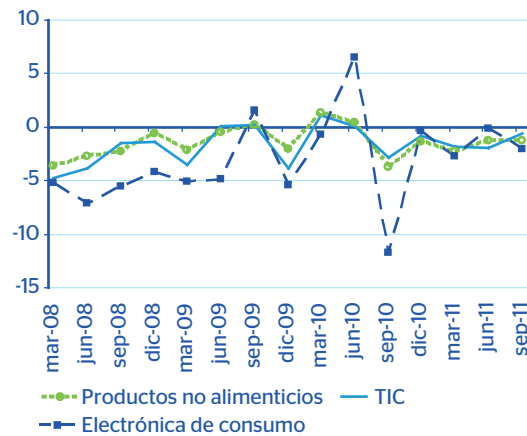
La demanda interna de equipamiento TIC y artículos de electrónica de consumo tampoco ha levantado cabeza en 2011 cuando se excluyen los cambios por motivos estacionales. El Gráfico 27 ilustra que las ventas al por menor de equipamiento tecnológico cayeron un 3,8% CVEC entre enero y septiembre, mientras que las de electrónica de consumo lo hicieron un 5,6% CVEC, en línea con el conjunto de productos no alimenticios. La lasitud de la demanda ha contribuido a contener los precios en un sector caracterizado por una deflación persistente. Como refleja el Gráfico 28 los precios de todos los productos de electrónica de consumo y equipamiento TIC disminuyeron durante el 2011, tanto en términos nominales como, sobre todo, reales.

El descenso generalizado de los precios ha seguido propiciando un incremento de la penetración de los equipos TIC en los hogares españoles. La encuesta sobre equipamiento y uso de las TIC, realizada por el INE, indica que el producto que más ha aumentado su presencia en el hogar durante el último año fue el receptor de TDT, seguido por el ordenador y el teléfono móvil (véase el Gráfico 29). Nótese que, a pesar de la intensa expansión registrada durante la última década, la penetración del ordenador en los hogares todavía se mantiene en cifras comparativamente reducidas¹⁴; el aumento en 2011 se explica por el auge de los portátiles, que pasaron a estar presentes en un 48,8% de los hogares (6,3pp más que en 2010) y, en menor medida, por el éxito de los *tablets*, *PDA*s y similares, que vieron aumentada su tasa de penetración en 0,2pp hasta el 6,2% en 2011.

A diferencia de la doméstica, la demanda externa difiere por tipo de producto. Las exportaciones de productos de electrónica de consumo cayeron un 37,4% CVEC entre enero y septiembre debido, entre otros motivos, al efecto base provocado por el intenso crecimiento registrado durante el 2010 (42,4%). Por el contrario, las ventas exteriores de equipos informáticos han aumentado un 11,4% CVEC durante el año actual debido al buen desempeño logrado en el 2T11.

Gráfico 27

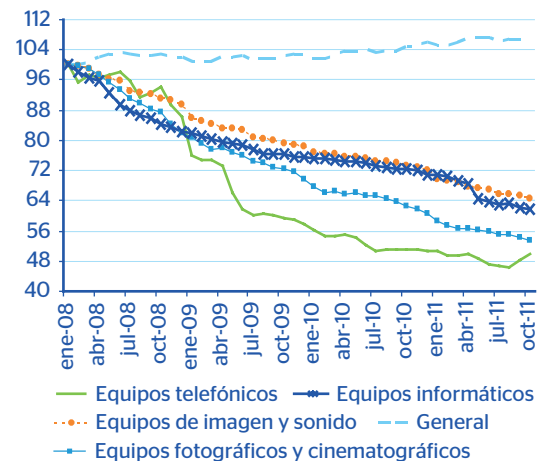
España: ventas reales al por menor de artículos de línea marrón (Datos CVEC, % t/t)



Fuente: BBVA Research a a partir de Eurostat

Gráfico 28

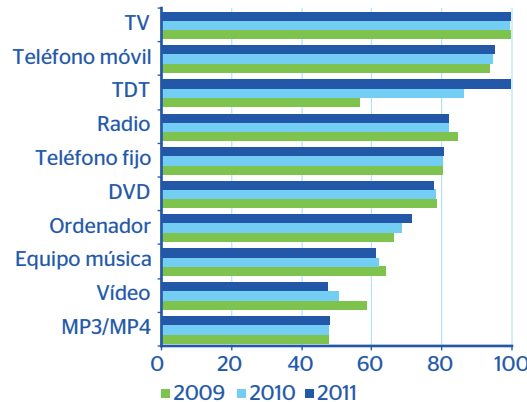
España: precios de consumo de artículos de línea marrón (ene-08=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 29

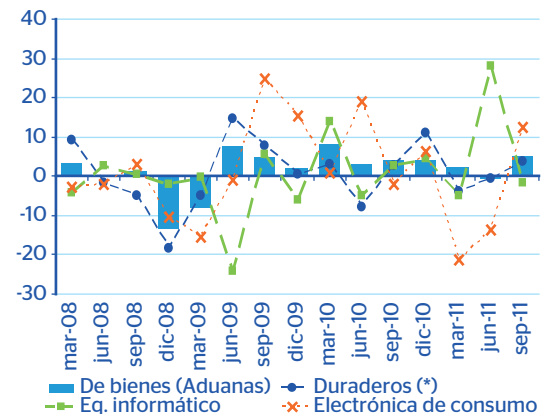
España: tasa de penetración de las TICs en los hogares (% de hogares)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 30

España: exportaciones reales de artículos de línea marrón (Datos CVEC, % t/t)



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

¹⁴: El porcentaje de hogares que disponían de ordenador en la UEM alcanzó el 76% en 2010 frente al 69% en España.

La persistencia del deterioro de la demanda de artículos de línea blanca y de línea marrón ha inducido una reestructuración del sector y un aumento de la competencia en precios. Como se puede observar en el Cuadro 3, numerosas empresas de los sectores de distribución de electrodomésticos, equipamiento TIC y electrónica de consumo han afrontado procesos de redimensionamiento de su estructura de costes mediante expedientes de regulación de empleo (ERE), cierre de instalaciones y operaciones de concentración. A pesar de las fusiones y adquisiciones realizadas durante la última década y el proceso de verticalización en curso, el sector de distribución horizontal continúa significativamente atomizado. Dada la caída de la demanda y las dificultades crecientes de financiación, la búsqueda de sinergias entre empresas del sector y la internacionalización son condiciones necesarias para sobrevivir en el medio plazo.

Cuadro 3

Procesos de reestructuración en los sectores de línea blanca y marrón (2009-2011)

Empresa	Tipo de empresa*	Tipo de reestructuración
PC City	D	(-) Cierre de tiendas y ERE
Urende	D	(-) Cierre de tiendas
PC City	D	(-) Cierre de tiendas y ERE
Darty	D	(-) Cierre de tiendas y ERE
Miró	D	(-) ERE
Urende	D	(-) Concurso voluntario de acreedores
Unecsa	D	(-) Concurso de acreedores
Urende	D	(-) ERE temporal
Media Markt	D	(+) Apertura de tienda
Ecomputer	D	(+) Apertura de tiendas
Fnac	D	(+) Apertura de tiendas
Worten	D	(+) Apertura de tiendas (+ absorción parcial PC City)
Infinity System	F, D	(-) ERE temporal
Sanyo	F	(-) Cierre de fábrica
Electronic Devices Manufacturer	F	(-) Liquidación
Engel Axil	F	(-) Solicitud de concurso de acreedores
BSH	F	(-) ERE
Daewoo	F	(-) ERE de extinción
Sharp	F	(-) ERE temporal

* D: empresa distribuidora; F: empresa fabricante.

Fuente: BBVA Research a partir de Alimarket y European Monitoring Centre on Change

Recuadro 2. Situación actual y perspectivas de la demanda de turismos en España¹⁵

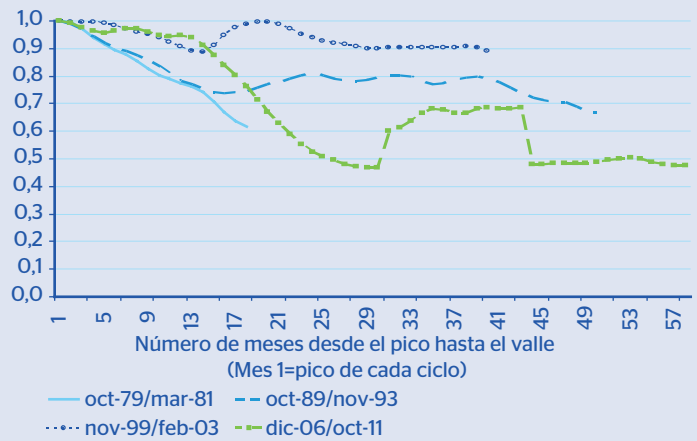
Desde comienzos de 2007, la demanda de turismos en España ha experimentado un deterioro sin precedentes tan solo interrumpido por el aumento transitorio de las matriculaciones durante el año de vigencia del Plan 2000E¹⁶ (entre jun-09 y jun-10). Como se puede observar en el Gráfico 31, la magnitud (-52,5%) y persistencia (casi 5 años) de la caída actual superan las registradas en los ciclos adversos precedentes.

¿Qué factores explican la evolución de las matriculaciones de turismos y cuáles han contribuido más a su disminución durante la presente crisis? Se identifican tres determinantes macroeconómicos fundamentales de la demanda de turismos en España: el PIB per cápita, el precio relativo de los carburantes y la capacidad de los hogares para obtener financiación, condicionada por la tasa de desempleo y los tipos de interés de los préstamos al consumo¹⁷. El Gráfico 32 muestra que los tres factores han evolucionado desfavorablemente durante la crisis actual:

- A pesar de que el crecimiento demográfico se ralentizó desde el año 2007, la población española continuó aumentando (en más de 800 mil personas desde entonces), lo que provocó que la caída acumulada del PIB per cápita en 2008 y 2009 (6,3%) fuese más intensa que la del PIB (-4,8%).
- Excepto durante el último trimestre de 2008 y el primero de 2009 –período durante el que tuvo lugar una reducción drástica de los precios del petróleo¹⁸– los carburantes y combustibles se han encarecido en relación con los restantes bienes y servicios de consumo, sesgando a la baja la demanda de turismos.
- El deterioro del empleo y el aumento de los tipos de interés de los préstamos contribuyeron a que el crédito al consumo comenzase a disminuir en el segundo semestre de 2008. Desde entonces, la contracción de la demanda de crédito y la ausencia de presiones inflacionistas han inducido una disminución de los tipos de interés de las nuevas operaciones de préstamos para consumo, por lo que tan solo el aumento del paro ha continuado contribuyendo a explicar la reducción del crédito al consumo durante el período 2009-2011.

Gráfico 31

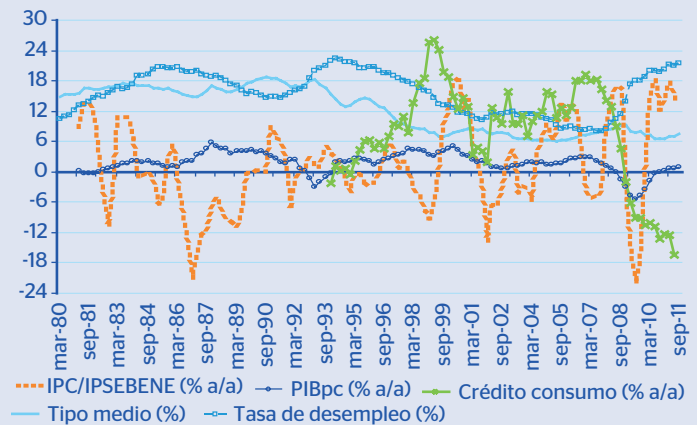
España: deterioro de las matriculaciones de turismos durante los últimos cuatro ciclos adversos (Componente tendencial; 1= pico de cada ciclo)



Fuente: BBVA Research y BdE

Gráfico 32

España: evolución de los determinantes de las matriculaciones de turismos (Promedios trimestrales)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH, INE y BdE

15: Se agradecen las sugerencias y comentarios de Rodrigo Falbo y José Félix Izquierdo.

16: La finalidad del programa era incentivar la demanda de vehículos nuevos o de segunda mano de hasta 5 años de antigüedad, con un volumen de emisiones de CO2 reducido. La percepción de la ayuda, por una cuantía de 2000€ y cofinanciada por el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (MICYT), las CC.AA. y los fabricantes o importadores, estaba condicionada al achatarramiento de un automóvil con una antigüedad de 10 o más años (12 si el adquirido era un vehículo de ocasión) o un kilometraje mínimo de 250 mil Kms.

17: Nuestras estimaciones indican que la tasa de desempleo y el tipo de interés de las nuevas operaciones de los préstamos al consumo explican un 90,5% de la variabilidad del crédito al consumo durante la última década (un 95,5% desde la adopción del euro).

18: El precio del barril de Brent cayó un 55,6% entre 3T08 y 1T09 hasta situarse en los 33,9 euros.

El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

En el corto plazo, la demanda de turismos puede diferir de la explicada por sus determinantes fundamentales. Por ejemplo, la desviación de los propios fundamentales respecto a sus niveles de equilibrio, el establecimiento de bonificaciones al achatarramiento de vehículos, la implementación de cambios fiscales o la variabilidad estacional, entre otros, provocan que las matriculaciones se distancien temporalmente de su equilibrio de largo plazo.

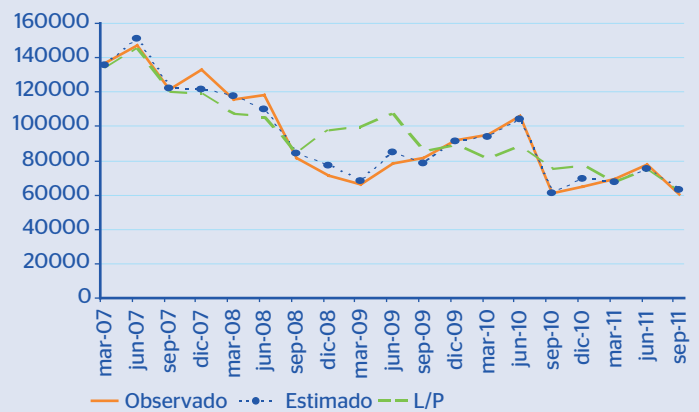
Para conocer la contribución de cada variable a la evolución de la demanda de turismos, se ha estimado un modelo¹⁹ que cuantifica, conjuntamente, los determinantes de largo plazo de las matriculaciones y de la dinámica de corrección del desequilibrio de corto plazo. El Gráfico 33 compara la serie observada de matriculaciones con la estimada por el modelo, junto con el nivel de equilibrio de largo plazo, desde comienzos de 2007. Se observa que la demanda creció por encima de sus fundamentales durante el primer semestre de 2008; a partir de entonces y durante la primera mitad de 2009, las matriculaciones disminuyeron más de lo que el deterioro de sus determinantes de largo plazo justificaba. La entrada en vigor del Plan 2000E invirtió esta tendencia, provocando que la demanda aumentase transitoriamente hasta 2T10. Como este crecimiento de las matriculaciones no estuvo acompañado por una mejora de sus fundamentos, la finalización del Plan 2000E y el incremento del IVA en julio del pasado año hundieron las adquisiciones de turismos. A pesar de que el cambio impositivo tiene carácter permanente, el número de automóviles matriculados retornó a su nivel de equilibrio de largo plazo con rapidez. Al respecto, los resultados de la estimación indican que la desviación de las matriculaciones respecto a su equilibrio de largo plazo se corrige trimestralmente en un 42,5%²⁰ (véase el Cuadro A.1).

¿Cuál ha sido la contribución de cada variable a la dinámica de la demanda de turismos durante la crisis actual? El Gráfico 34 muestra que el aumento de la tasa de desempleo fue el causante principal de la caída de las matriculaciones durante el año 2008 y comienzos del 2009, tanto por la cuantía de la elasticidad de la demanda (un aumento de la tasa de paro del 1% reduce un 0,6% el crecimiento trimestral del número de turismos matriculados) como, sobre todo, por la magnitud del deterioro del desempleo (la tasa de paro se duplicó entre 4T07 y 1T09). Entre 2T09 y 2T10, el Plan 2000E explicó el 95,7% del crecimiento acumulado de la demanda, aportando 8,3 puntos porcentuales (pp) al incremento promedio trimestral de las matriculaciones durante su vigencia; la convergencia hacia el equilibrio, favorecida por la disminución de los tipos de interés nominales de los préstamos al consumo, explicó el crecimiento restante. La finalización del Plan 2000E y la subida del IVA indujeron

una caída de la demanda sin precedentes en 3T10, tan solo comparable al efecto que tuvo la introducción del IVA en enero de 1986²¹ (véase el Cuadro A.1). Durante 2011, el encarecimiento de los carburantes y el incremento de la tasa de desempleo han contribuido negativamente al crecimiento de las matriculaciones; únicamente el ligero aumento del PIB per cápita y la respuesta de la demanda en 1T11 como consecuencia de la sobre-reacción a la baja registrada en 2S10 han soportado las ventas.

Gráfico 33

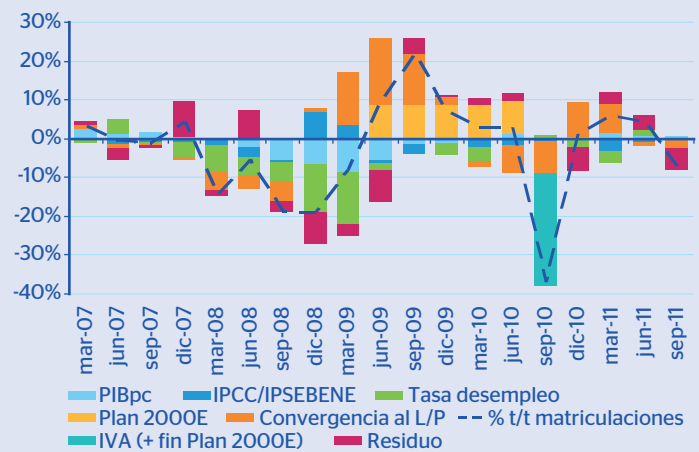
España: matriculaciones de turismos (Promedios trimestrales)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 34

España: contribuciones al crecimiento trimestral de las matriculaciones de turismos. Datos CVE



Fuente: BBVA Research

19: Véase el Anexo para más detalles.

20: La velocidad de convergencia hacia el equilibrio de largo plazo es superior a la calculada por la OCDE (2010) para Japón (19%), Reino Unido (21%), EE.UU. (23%), Alemania (33%) e Italia (36%), pero inferior a la calculada para Francia (47%) y Canadá (47%). Véase OCDE (2010): "The Automobile Industry in and Beyond the Crisis", *OECD Economic Outlook*, vol. 2009 (2), 87-117. OECD Publishing.

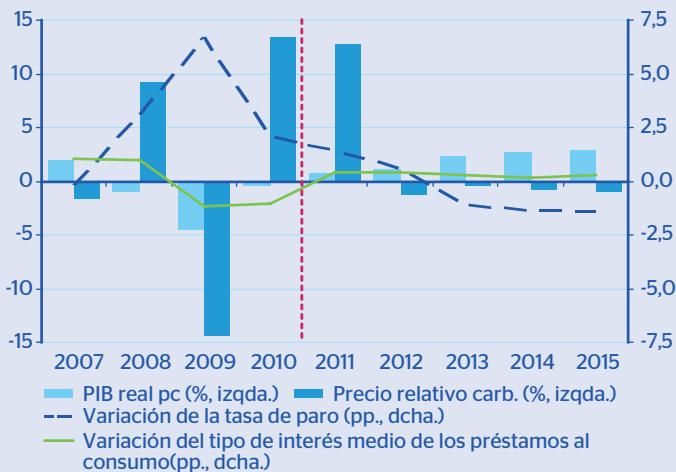
21: Nuestro modelo indica que la entrada en vigor del IVA en 1T86 redujo un 28,3% el crecimiento trimestral de las matriculaciones de turismos. En 1T92, la disminución de 5pp del tipo incrementado hasta el 28% supuso un aumento del 13,6% de la demanda. En 1T93, la eliminación del tipo incrementado fue compensada por el establecimiento del impuesto de matriculación, lo que provocó una caída trimestral del número de turismos matriculados en torno al 14%, similar a la que tuvo lugar tras la elevación de 1pp del tipo general en 1T95 hasta el 16%. Por último, la reducción de las ventas de vehículos como consecuencia de la finalización del Plan 2000E y del aumento del tipo general hasta el 18% en julio de 2010 se estima en un 29,1% durante 3T10.

La estimación de los determinantes de las matriculaciones facilita la realización de previsiones a corto y medio plazo condicionadas a la evolución esperada de cada uno de ellos. El Gráfico 35 resume el comportamiento previsto hasta 2015 de cada determinante en nuestro escenario central:

- Tras disminuir en 2010, se prevé un aumento progresivo del PIB per cápita hasta alcanzar el 2,9% en 2015, tanto por un moderado crecimiento del PIB como por una caída de la población en línea con las recientes proyecciones demográficas de corto plazo elaboradas por el INE²².
- La debilidad de la recuperación económica provocaría que la tasa de desempleo se redujese con lentitud, superando todavía el 17% a finales de 2015.
- La lasitud de la demanda agregada mantendría bajo control los precios de los carburantes que, tras un aumento significativo en 2011, apenas variarían durante gran parte del horizonte de predicción.
- La ausencia de presiones inflacionistas favorecería el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos, lo que unido a la debilidad de la demanda de crédito al consumo, se traduciría en leves incrementos de los tipos de interés de los préstamos a pesar del aumento previsto de los diferenciales como consecuencia del mayor coste de financiación mayorista.

Gráfico 35

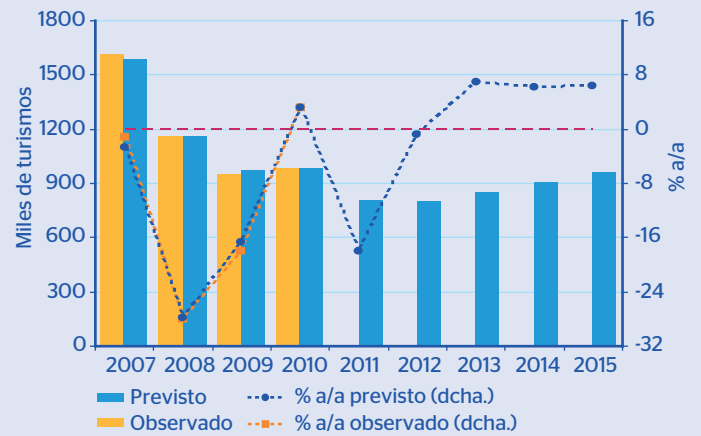
Evolución prevista de los determinantes de las matriculaciones de turismos



Fuente: BBVA Research, INE, MEH y BdE

Gráfico 36

España: matriculaciones de turismos (Total anual y variación en %)



Fuente: BBVA Research y ANFAC

Si la sensibilidad de la demanda de turismos ante cambios en sus determinantes no varía, y éstos evolucionan en línea con lo previsto durante el próximo quinquenio, el número de turismos matriculados aumentará ligeramente a partir de 2012 hasta rozar el millón a finales de 2015. El Gráfico 36 muestra que las matriculaciones caerán en torno al 18% en 2011, se estancarán en 2012 y crecerán por encima del 6% en términos promedio entre 2013 y 2015.

¿Representa el millón de turismos la demanda potencial de largo plazo? La respuesta a esta pregunta depende de si el grado de motorización de la economía española tiene un máximo, es decir, si existe un punto de saturación del consumo de turismos a partir del cual el crecimiento del parque converge al crecimiento de la población. Como BBVA (2010) demostró²³, el punto de saturación de la demanda se sitúa en el entorno de los 520 turismos por cada mil habitantes, lo que significa un potencial de crecimiento del grado de motorización del 11% desde los 472 actuales (véase el Gráfico 37).

Conocido el umbral de motorización, la demanda potencial de turismos depende de la evolución de la población y del número de vehículos dados de baja:

$$Parque_t = Población_t * T_t = Parque_{t-1} + Matriculaciones_t - b_t * Parque_{t-1}$$

donde T_t denota el grado de motorización per cápita en el año t y b_t el porcentaje del parque de turismos en $t-1$ dado de baja en t . La convergencia desde T_t hasta el punto de saturación depende, a su vez, de la evolución del PIB per cápita²⁴.

22: El INE proyecta una disminución promedio anual de la población española en torno a 40 mil personas hasta el año 2015. Más detalles en: <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft20%2Fp269&file=inebase&L=0>

23: Véase BBVA (2010): "Crecimiento económico y demanda de turismos en España: ¿existe un punto de saturación?". *Situación Consumo*, primer semestre de 2010, 22-34.

24: La ecuación que modeliza la convergencia de T_t al punto de saturación se encuentra en el Cuadro A.2 del Anexo.

Por tanto:

$$Matriculaciones_t = Población_t * T_t - (1 - b_t) * Población_{t-1} * T_{t-1}$$

El Cuadro 4 describe el escenario central y los escenarios extremos de las variables que explican la demanda potencial de turismos y la velocidad de convergencia del grado de motorización hacia su punto de saturación entre 2016 y 2049:

- El crecimiento potencial de la economía española en el escenario central convergería al 2%, lo que unido al estancamiento de la población, se traduciría en un aumento del PIB per cápita en la misma magnitud. Dado el umbral de motorización estimado, la evolución prevista del PIB per cápita implicaría que el 90% del diferencial entre el parque de turismos por habitante y el punto de saturación se habría cerrado en 2029. Por último, la tasa de bajas se situaría en su promedio de las últimas dos décadas (un 4% del parque)²⁵.
- En el escenario desfavorable, el crecimiento del PIB potencial se ralentizaría hasta el 1%. Como la población caería en 900 mil personas entre 2015 y 2049, el PIB per cápita aumentaría anualmente en torno al 1,2% en términos promedio. En consecuencia, la velocidad de convergencia del parque hacia su nivel de saturación disminuiría (hasta 2038 no se completaría el 90% del ajuste). En este escenario, la desaceleración del crecimiento del PIB por habitante provocaría una ampliación de la vida útil de los vehículos, reduciendo la

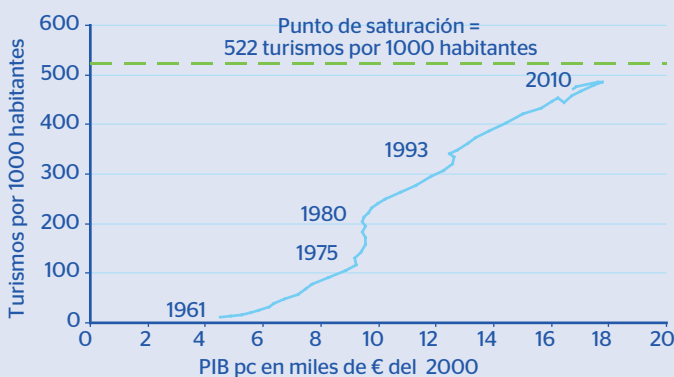
tasa de bajas hasta el 3,5% del parque, cifra similar a la registrada durante la crisis de la primera mitad de los 90.

- En el escenario favorable, la implementación de reformas estructurales ambiciosas elevaría el crecimiento potencial de la economía española hasta el 3%. La población aumentaría en un millón de personas entre 2015 y 2049, lo que equivaldría a un incremento promedio anual del 0,1%. El PIB per cápita crecería a una tasa media anual del 2,9%, por lo que el punto de saturación del parque de turismos por cada 1000 habitantes se alcanzaría ligeramente antes (en 2026 se habría cerrado el 90% del diferencial) y el porcentaje de vehículos achataados progresaría hasta el 4,5% del parque, la tasa promedio de la última fase expansiva entre 2000 y 2007.

El Gráfico 38 ilustra la demanda potencial de turismos en cada uno de los tres escenarios descritos entre 2015 y 2049²⁶. En el central, el número de turismos matriculados se estabilizaría en torno a los 980 mil tras el repunte que tendría lugar durante la segunda mitad de la década actual. Por tanto, la demanda potencial se situaría ligeramente por encima del nivel existente entre 1988 y 1993. El deterioro de la actividad económica, de la demografía y, sobre todo, de la tasa de achataamiento contraerían la demanda potencial hasta los 825 mil turismos en el escenario desfavorable. Por el contrario, las matriculaciones superarían los 1,1 millones en el escenario favorable impulsadas por el crecimiento sostenido del PIB per cápita y el repunte de la propensión a dar de baja un turismo.

Gráfico 37

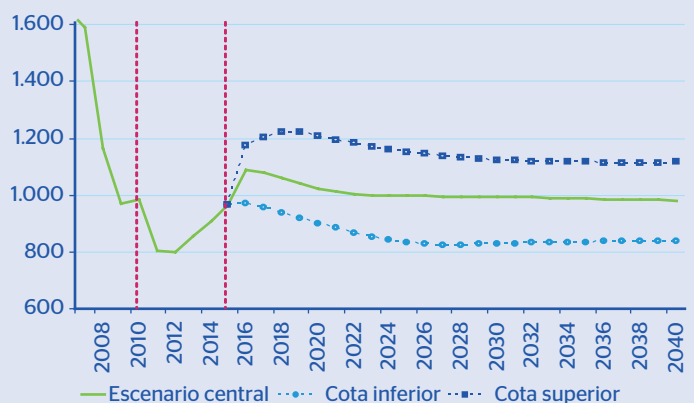
España: parque de turismos vs PIB pc (1961-2010)



Fuente: BBVA Research a partir de INE, BdE, DGT y Comisión Europea

Gráfico 38

España: escenarios de matriculaciones de turismos (Miles de unidades)



Fuente: BBVA Research

25: Nótese que la tasa de bajas es una variable relativamente poco volátil a pesar de los distintos planes de estímulo de la demanda puestos en marcha durante los últimos 20 años: entre 1990 y 2010, su desviación típica es de 0,6, menor que la del crecimiento de las matriculaciones (13,0) o la del crecimiento del PIB (2,1).

26: Si bien el Gráfico 38 muestra los resultados del escenario central y de los dos escenarios extremos, la combinación de las hipótesis que caracterizan a cada uno de ellos da lugar a 25 posibles sendas de demanda potencial de turismos.

Cuadro 4

Escenarios de largo plazo de los determinantes de la demanda potencial de turismos. 2015-2050

	Escenario desfavorable	Escenario central	Escenario favorable
Crecimiento del PIB potencial	1%	2%	3%
	1) Proyecciones de C/P del INE hasta 2020; 2) Convergencia a las previsiones de L/P del INE hasta 2040; 3) Previsiones de L/P en adelante	1) Proyecciones de C/P del INE hasta 2020; 2) Convergencia a las previsiones de L/P del INE hasta 2030; 3) Previsiones de L/P en adelante	1) Proyecciones de C/P del INE hasta 2014; 2) Convergencia a las previsiones de L/P del INE hasta 2020; 3) Ralentización del crecimiento demográfico hasta el 0,1% en 2030; crecimiento del 0,1% en adelante
Demografía			
	2015: 45,9 millones	2015: 45,9 millones	2015: 45,9 millones
	2026: 44,8 millones	2026: 45,3 millones	2026: 45,6 millones
	2049: 45,0 millones	2049: 45,8 millones	2049: 46,9 millones
Bajas (% del parque)	Promedio 1993-1995: 3,5%	Promedio 1990-2010: 4,0%	Promedio 2000-2007: 4,5%

Fuente: BBVA Research

En síntesis, el deterioro de sus determinantes fundamentales -principalmente, de la tasa de desempleo- explica la caída de la demanda de turismos durante la crisis actual, si bien el Plan 2000E y el incremento del IVA en julio del pasado año tuvieron efectos transitorios significativos sobre la evolución de las matriculaciones entre 2T09 y 3T10. Si la sensibilidad de la compra de automóviles ante cambios en sus determinantes no varía y éstos se comportan en línea con lo previsto, el número de vehículos matriculados aumentaría a partir de 2012 hasta rozar el millón de unidades a finales de 2015. Esta cifra representa la demanda potencial de turismos a largo plazo de la economía española: considerando que

el grado de motorización tiene un punto de saturación en torno a los 520 turismos por cada mil habitantes, y bajo hipótesis razonables sobre la evolución futura del PIB, de la demografía y de la tasa de achatarramiento de vehículos, la demanda potencial se estabilizaría en el entorno de los 980 mil turismos a partir de la próxima década. Con todo, la implementación de reformas estructurales que impulsasen el crecimiento potencial de la economía española y la capacidad de compra de los hogares, unida a un aumento débil pero sostenido de la población, incrementarían las matriculaciones de turismos un 13% en el largo plazo²⁷.

27: El progreso tecnológico y cambios en las preferencias de los hogares más allá de los contemplados en este artículo podrían condicionar adicionalmente la demanda de turismos en el largo plazo.

Anexo

Cuadro A1

Estimación de los determinantes de la demanda de turismos en España: modelo de corrección de error (*). Datos con frecuencia trimestral (1T80 - 2T11)

	Coefficientes	Error estándar	t	P-valor	[IC 95%]	Coef. estandarizados
Largo plazo						
LN(PIB real per cápita)	0,608	0,133	4,580	0,000	0,345	0,871
LN(IPCC/IPSEBENE)	-1,177	0,076	-15,510	0,000	-1,327	-1,027
LN(Tasa desempleo)	-0,460	0,043	-10,650	0,000	-0,546	-0,375
LN(Tipo nominal medio)	-0,225	0,062	-3,610	0,000	-0,349	-0,102
Constante	17,685	0,591	29,920	0,000	16,515	18,856
Corto plazo						
MCE (t-1)	-0,425	0,057	-7,450	0,000	-0,538	-0,312
DLN(PIB real per cápita)	4,729	1,525	3,100	0,002	1,706	7,752
DLN(IPCC/IPSEBENE)	-0,403	0,168	-2,410	0,018	-0,735	-0,071
DLN(Tasa desempleo)	-0,614	0,189	-3,240	0,002	-0,989	-0,239
<i>Variables dicotómicas:</i>						
RENOVE1 (jun-94/jun-95)	0,106	0,045	2,350	0,021	0,016	0,195
Plan 2000E (may-09/jun-10)	0,086	0,031	2,780	0,006	0,025	0,147
IVA1 (1T86)	-0,283	0,067	-4,250	0,000	-0,415	-0,151
IVA2 (1T92)	0,136	0,064	2,120	0,037	0,009	0,263
Impuesto matric. (1T93)	-0,138	0,067	-2,050	0,042	-0,271	-0,005
IVA3 (1T95)	-0,141	0,064	-2,200	0,030	-0,269	-0,014
IVA4 (3T10)	-0,291	0,066	-4,420	0,000	-0,421	-0,160
# observaciones (1T80-2T11)		125				
F (15, 110)		36,930		Prob > F	0,000	
R2		0,834		R2 ajustado	0,812	
Raíz ECM		0,063				
Durbin-Watson de la ec. de cointegración (5, 126)		1,256				
ADF sobre los residuos de la ec. de cointegración		-6,104		MacKinnon p-valor aprox.	0,000	
Durbin-Watson del modelo (15, 125)		2,018				
Test de Durbin de autocorrelación de orden p:						
p=1	F(1, 109)	0,051		Prob > F	0,821	
p=2	F(2, 108)	0,307		Prob > F	0,737	
p=3	F(3, 107)	1,882		Prob > F	0,137	
p=4	F(4, 106)	1,845		Prob > F	0,126	
ARCH LM test						
p=1	chi2(1)	0,012		Prob > chi2	0,914	
p=2	chi2(2)	0,910		Prob > chi2	0,634	
p=3	chi2(3)	1,000		Prob > chi2	0,801	
p=4	chi2(4)	3,102		Prob > chi2	0,541	

* Notas:

- Las cifras de matriculaciones proceden de la DGT; las de PIB y de la tasa de desempleo, del INE; las de población, del MEH (modelo REMS) y del INE (estimaciones de la población actual) y las de precios (índice de precios de los carburantes e IPSEBENE), del MEH.
- El tipo medio ponderado de las nuevas operaciones de préstamos al consumo, recopilado desde 2003 por el BdE, ha sido enlazado con el tipo medio ponderado de los préstamos personales hasta entonces.
- Los contrastes del orden de integración de cada una de las variables del modelo se encuentran a disposición del lector interesado.
- Tanto la ecuación de largo plazo (T2, T3) como la de corto (T1, T2, T3, T4) incluyen variables dicotómicas trimestrales.
- DLN(X) denota la primera diferencia del logaritmo neperiano de la variable X, y MCE, el mecanismo de corrección del error.

Fuente: BBVA Research

Cuadro A.2

Estimación del punto de saturación del parque de turismos per cápita en España (1961-2010)

La ecuación que describe la relación de largo plazo entre el parque de turismos per cápita (T) y el PIB por habitante viene dada por la siguiente expresión:

$$T^* = \beta_0 e^{-e^{(\beta_1 e^{(\text{PIBpc}_t; \beta_2)}})} \quad [1]$$

donde β_0 denota el punto de saturación y β_1 y β_2 definen el grado de curvatura de la función. La modelización de la convergencia hacia el largo plazo se realiza mediante el siguiente mecanismo de ajuste:

$$T_t = T_{t-1} + \theta (T^* - T_{t-1}) \quad [2]$$

donde θ representa la velocidad del ajuste hacia el punto de saturación. Sustituyendo [1] en [2] y reordenando se obtiene:

$$T_t = \theta \beta_0 e^{-e^{(\beta_1 e^{(\text{PIBpc}_t; \beta_2)}})} + (1 - \theta) T_{t-1} \quad [3]$$

Los resultados de la estimación de la ecuación [3] por mínimos cuadrados no lineales para España son los siguientes:

Resultados de la estimación

	Coefficientes	Error estándar	t	p-valor	IC al 95%	
theta	0,532	0,265	2,010	0,051	-0,002	1,065
b0	522,273	12,149	42,990	0,000	497,803	546,743
b1	0,304	0,017	17,930	0,000	0,270	0,339
b2	9,402	0,121	77,430	0,000	9,157	9,646
Número de observaciones = 49 (1961 - 2010)						
R2	0,997					
R2 ajustado	0,997					
Raíz del ECM	16,828					

Fuente: BBVA Research

Véase BBVA (2010) y las referencias allí citadas para más detalles acerca de la estimación del punto de saturación de la demanda de turismos en España.

5. Análisis de la situación económica del comercio al por menor mediante la encuesta BBVA de tendencias de negocio. Segunda ola²⁸

Con la finalidad de complementar el análisis de la situación económica del comercio al por menor en España y su interrelación con la oferta y la demanda de crédito, BBVA Research puso en funcionamiento la Encuesta de Tendencias de Negocio (ETN) en diciembre de 2010 con periodicidad semestral. La ETN está dirigida a los gestores y directores del departamento de *Consumer Finance* de BBVA en España dedicados a la comercialización de préstamos al consumo (canal prescriptor) en los sectores que distribuyen bienes -principalmente, duraderos- y servicios al por menor. En concreto, las actividades analizadas son las de venta y reparación de vehículos de motor y motocicletas (grupos 451, 452, 453 y 454 de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas 2009 - CNAE 2009); el comercio al por menor de equipos para las tecnologías de la información y las comunicaciones (grupo 474); el de artículos de ferretería, pintura y vidrio (clases 4752 y 4753); el de aparatos electrodomésticos (clase 4754); el de mobiliario (clase 4774); el de productos cosméticos e higiénicos (clase 4775) y el de otros productos cuya venta no se realiza en establecimientos especializados (grupo 479). También se incluyen otras actividades crediticias relacionadas con la concesión de préstamos por instituciones no dedicadas a la intermediación monetaria (en particular, préstamos al consumo) (clase 6492).

El cuestionario de la ETN se estructura en tres secciones. La primera contiene información sobre el ámbito de actuación del encuestado (comunidad autónoma, provincia y sectores de actividad de sus empresas colaboradoras); en la segunda se pregunta al participante en la encuesta su valoración sobre la situación económica -actual y prevista- de los sectores en los que opera y del conjunto de la economía. En la tercera, los encuestados evalúan la evolución presente y futura de la oferta y de la demanda de crédito en su ámbito de actuación²⁹. Como se puede observar en el Cuadro A.3 del Anexo, la composición de la muestra, tanto por NUTS³⁰ como por sector de actividad, apenas varió en 1S11 en comparación con la primera ola de la ETN. Tan solo destaca la disminución de la importancia relativa del sector de venta de vehículos de motor hasta el 39,3% de las observaciones desde el 43,6% en 2S10.

Resultados de la ETN correspondientes al primer semestre de 2011

El Gráfico 39 muestra que si bien la percepción que los encuestados tienen sobre la situación de la economía española en 1S11 es similar a la declarada en 2S10, su evolución ha sido significativamente peor de lo previsto a finales del pasado año. Así, el porcentaje de gestores y directores que consideran que la economía empeoró durante el 1S11 alcanza el 69,4% frente al 45,7% que en 2S10 esperaban que la situación se deteriorase durante el semestre siguiente. Las perspectivas para el 2S11 mejoran marginalmente: un 50,3% de los participantes en la ETN piensa que la situación económica no cambiará, mientras que un 44,8% opina que empeorará³¹.

28: Se agradece la participación en las encuestas de los gestores y directores de oficina del departamento de *Consumer Finance* de BBVA, así como la colaboración de Antonio Marín y Pep Ruiz en el diseño de los cuestionarios y en el proceso de recogida de datos.

29: Las preguntas hacen referencia al conjunto del mercado y no a la política seguida por BBVA.

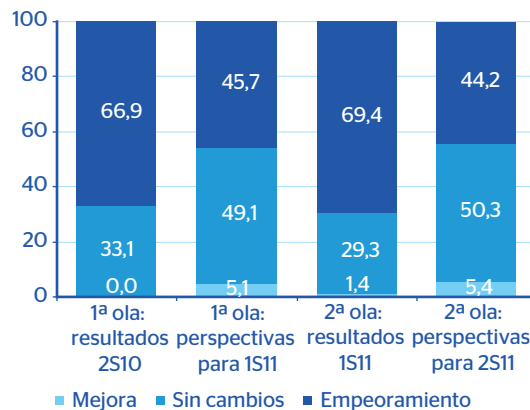
30: Con la finalidad de preservar la confidencialidad de los participantes en la encuesta y evitar problemas de representatividad, se proporcionan resultados agregados para siete grupos de CC.AA. que constituyen Unidades Territoriales Estadísticas de nivel 1 (NUTS1). Estos son: Noroeste (Galicia, Asturias y Cantabria); Noreste (País Vasco, Navarra, Rioja y Aragón); Madrid (Comunidad de Madrid); Centro (Castilla y León, Castilla-La Mancha y Extremadura); Este (Cataluña, Comunidad Valencia e Islas Baleares); Sur (Andalucía, Murcia, Ceuta y Melilla) y Canarias (Islas Canarias).

31: Nótese que la ETN del 1S11 se realizó durante la segunda quincena de julio y la primera de agosto.

La percepción sobre el estado actual y las perspectivas de la economía española está condicionada por el ámbito de actuación del encuestado. Como se advierte en el Gráfico 40, la diferencia entre el porcentaje de respuestas que indican una mejora de la economía y el porcentaje que sugieren un empeoramiento -habitualmente utilizada como un indicador de la situación económica³²- varía entre regiones. Si se comparan los resultados de la ETN correspondientes al 1S11 con las expectativas formadas durante el 2S10, se constata que la economía se deterioró por encima de lo previsto en la anterior ETN en las regiones Noroeste, Madrid, Sur y, especialmente, en la Este y la Noreste; en la Centro, el empeoramiento se situó en línea con lo esperado por los encuestados, mientras que en Canarias fue inferior³³. Al igual que para el conjunto de la economía, se prevé una ralentización generalizada del ritmo de deterioro en 2S11, principalmente en Canarias y en la región Noroeste.

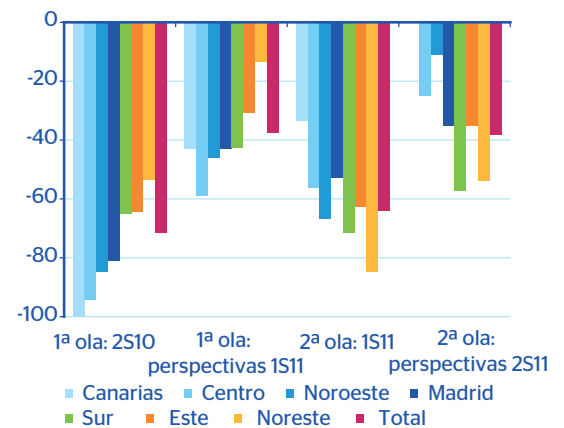
Por su parte, la heterogeneidad de las perspectivas sectoriales es menor que la de las regionales (véase el Gráfico 41). La opinión sobre la situación económica de todas las actividades se ha agravado en 1S11 más de lo esperado en 2S10; destaca el deterioro de la percepción sobre el estado actual del sector de venta de vehículos de motor (incluidas motocicletas), en el que el saldo de respuestas entre lo previsto a finales del pasado año y lo observado a mediados del actual cayó 32,2 puntos hasta -70,1. Al igual que en el ámbito regional, se espera que la situación de todos los sectores continúe empeorando en 2S11, si bien a un ritmo menor al registrado durante el último año.

Gráfico 39
Percepción sobre la situación de la economía española (%)



Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 40
Percepción sobre la situación económica en cada región: saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)



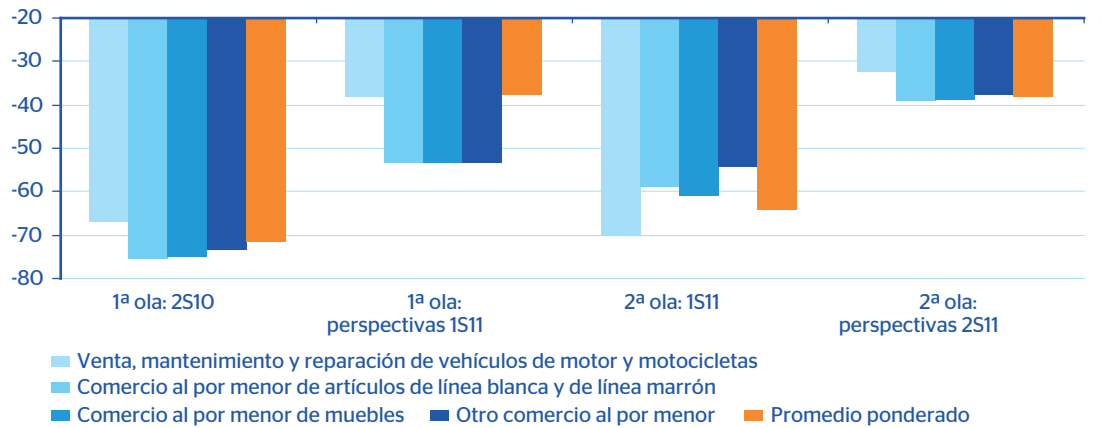
Fuente: BBVA Research (ETN)

32: La construcción de saldos de respuestas a partir de los datos de encuestas de opinión es una práctica habitual. Véanse, por ejemplo, los indicadores sintéticos elaborados por la Comisión Europea, el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y el Instituto de Crédito Oficial, entre otros.

33: La divergencia entre la situación prevista y la observada podría estar relacionada con el nivel de partida de cada unidad territorial: aquellas regiones en las que la percepción sobre su coyuntura fue peor en 2S10 son las que experimentaron una evolución más decepcionante en 1S11.

Gráfico 41

**Percepción sobre la situación económica de cada sector:
saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)**



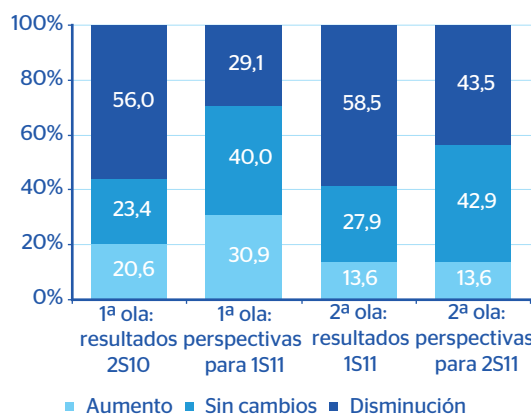
Fuente: BBVA Research (ETN)

La evolución del crédito es un reflejo del agravamiento de la coyuntura económica percibido por los encuestados, tanto por razones de reducción de la oferta como por una creciente debilidad de la demanda. El Gráfico 42 indica que la oferta de crédito en 1S11 se comportó peor de lo esperado: el porcentaje de participantes en la ETN que opina que la oferta se contrajo entre enero y junio alcanzó el 58,2%, tan solo 2,5 puntos porcentuales superior a lo declarado en diciembre para el conjunto del segundo semestre del pasado año, pero el doble de lo que se preveía para el primero de 2011. La demanda de crédito también evolucionó peor de lo que los encuestados pronosticaron en dic-10, pero su deterioro se ralentizó con respecto a lo declarado en 2S10: el 89,2% de los participantes en la primera ola de la ETN manifestó que la demanda de crédito había disminuido en 2S10; en 1S11 esta cifra se redujo hasta el 81,0% (véase el Gráfico 43).

Las perspectivas para 2S11 son comparativamente más favorables desde el punto de vista de la oferta. Así, 'tan solo' el 43,5% de los gestores y directores de BBVA Consumer Finance opina que la oferta se contraerá, mientras que más de la mitad -el 56,5%- considera que la demanda de préstamos continuará disminuyendo, si bien a un ritmo menor que durante la primera parte del año.

Gráfico 42

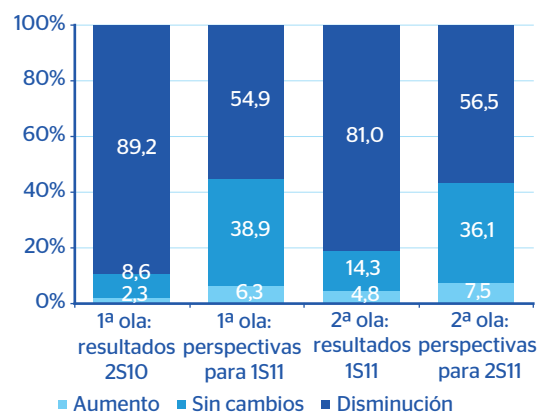
Percepción sobre la oferta de crédito (%)



Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 43

Percepción sobre la demanda de crédito (%)



Fuente: BBVA Research (ETN)

La evolución del crédito por sector reproduce el patrón descrito para el agregado - empeoramiento de la oferta y ralentización del deterioro de la demanda en relación con lo observado en 2S10, e incumplimiento de las expectativas en ambos casos- pero con matices (véanse los Gráficos 44 y 45). En particular, destaca la contracción significativa de la oferta y de

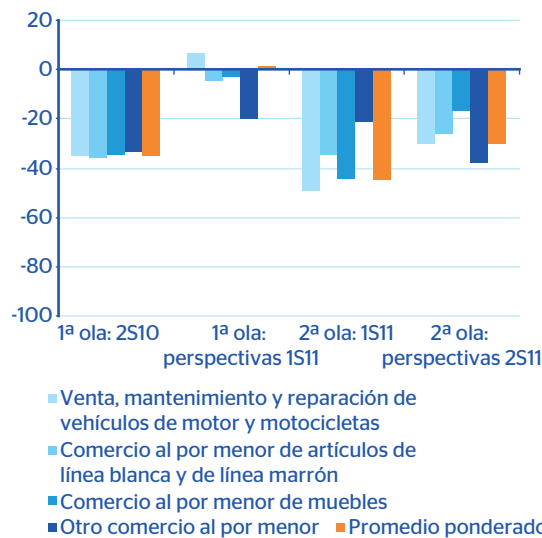
la demanda de crédito en el sector de distribución de vehículos de motor y motocicletas en comparación con lo esperado por los encuestados en dic-10, lo que sustenta el agravamiento de la situación económica del sector descrita previamente.

Los participantes en la ETN opinan que la rama de actividad que experimentó la segunda mayor caída de la oferta de crédito en 1S11 fue la de comercio al por menor de muebles, mientras que la moderación de la reducción de la demanda fue inferior a la esperada en 2S10. La percepción sobre evolución del crédito en el sector de comercialización de artículos de línea blanca y marrón fue similar a la declarada por los encuestados que intermedian en la actividad de venta de mobiliario. Por último, el sector de otro comercio al por menor fue el único en el que la oferta de crédito durante 1S11 se comportó en línea con lo esperado, si bien la demanda empeoró más de lo previsto.

Las previsiones para 2S11 sugieren que el crédito continuará disminuyendo en todas las actividades analizadas, tanto por razones de oferta como de demanda, pero lo hará a tasas inferiores, lo que -de nuevo- es consecuente con el comportamiento previsto de la actividad económica de cada sector.

Gráfico 44

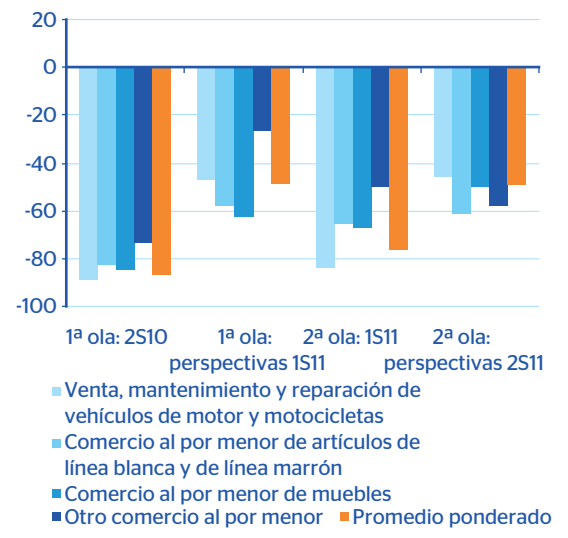
Percepción sobre la oferta de crédito por sector: saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)



Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 45

Percepción sobre la demanda de crédito por sector: saldo de respuestas (un valor <0 indica un empeoramiento)



Fuente: BBVA Research (ETN)

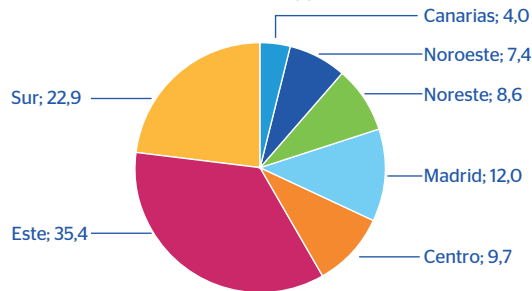
En síntesis, los resultados de la ETN BBVA correspondientes al primer semestre de 2011 sugieren que la situación económica de los distintos sectores dedicados al comercio al por menor empeoró entre enero y junio más de lo previsto hace seis meses, especialmente en el sector de venta de vehículos de motor y motocicletas. La atonía del consumo y la debilidad de sus fundamentales repercutieron sobre la demanda de préstamos, que disminuyó más de lo que los encuestados pronosticaron en dic-10 pero ligeramente menos que durante 2S10. Paralelamente, tuvo lugar un endurecimiento de las condiciones de financiación que contrajo la oferta de crédito al consumo en todas las ramas de actividad dedicadas al comercio minorista, siendo las de distribución de vehículos y de mobiliario las más afectadas. Las perspectivas para el 2S11 apuntan a una ralentización generalizada del ritmo de deterioro de la actividad económica, apoyada en una menor disminución de la oferta y de la demanda de crédito. Sin duda, el recrudecimiento de las tensiones financieras desde el mes de agosto pondrá a prueba el cumplimiento de estos pronósticos.

Anexo

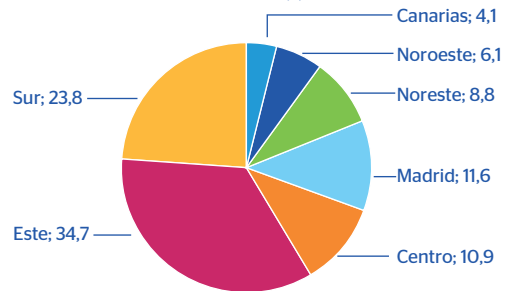
Cuadro A.3

Encuesta de tendencias de negocio BBVA. Composición de la muestra

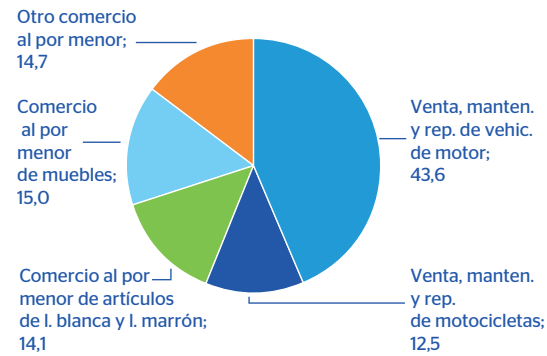
1ª ola: 2S10. Por NUTS1 (1)



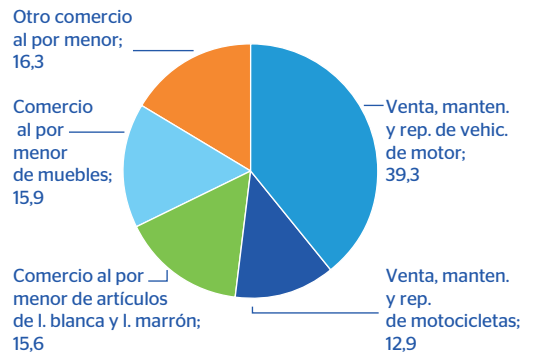
2ª ola: 1S11. Por NUTS1 (1)



1ª ola: 2S10. Por sector de actividad



2ª ola: 1S11. Por sector de actividad



(1) NUTS1: Nomenclatura de las Unidades Territoriales Estadísticas de nivel 1. Noroeste: Galicia, Asturias y Cantabria; Noreste: País Vasco, Navarra, Rioja y Aragón; Madrid: Com. de Madrid; Centro: Castilla y León, Castilla-La Mancha y Extremadura; Este: Cataluña, Com. Valenciana e Islas Baleares; Sur: Andalucía, Murcia, Ceuta y Melilla; Canarias: Islas Canarias.

Primera ola: 175 observaciones; segunda ola: 147 observaciones.

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

*Economista Jefe Economías Desarrolladas***Rafael Doménech**+34 91 537 36 72
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso+34 91 374 39 61
miguel.cardoso@bbva.com**Mónica Correa**+34 91 374 64 01
monica.correa@bbva.com**Juan Ramón García**+34 91 374 33 39
juanramon.gj@bbva.com**Félix Lores**+34 91 374 01 82
felix.lores@bbva.com**Leticia Riva**leticia.riva@bbva.com
+34 91 374 62 66**Miguel Pérez**+34 91 374 75 28
m.perezvillaseca@bbva.com**Virginia Pou**+34 91 537 77 23
virginia.pou@bbva.com**Pep Ruiz**+34 91 537 55 67
ruiz.aguirre@bbva.com**Camilo Andrés Ulloa**+34 91 537 84 73
camiloandres.ulloa@bbva.com

Sistemas Financieros

Macarena Ruestaesperanza.ruesta@bbva.com
+34 91 3743321**Nuria Cordero**+34 91 374 82 66
nuria.cordero@bbva.com

BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartzstephen.schwartz@bbva.com.hk
China

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

Joaquín Vial

jvial@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

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

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

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