

Situación España

Primer Trimestre 2013
Análisis Económico

- La reducción de la incertidumbre mejora las perspectivas de la economía mundial
- La continuidad de la recuperación en Europa requiere que se consolide la unión bancaria y se avance en la unión económica
- 2013: ¿el año en el que la economía española tocará fondo e iniciará la recuperación?
- **Mejores perspectivas no exentas de riesgos**, que requieren afianzar el círculo en el que reformas, confianza y crecimiento se retroalimentan

Índice

1. Editorial.....	3
2. Escenario global: mejor perspectiva y menores riesgos	4
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	8
Recuadro 1. Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa	20
Recuadro 2. El ajuste fiscal y el sector exterior marcan las divergencias regionales	23
Recuadro 3. Avanza la reestructuración del sistema financiero español.....	27
4. La reducción del déficit público se acelera a pesar del deterioro de la economía	29
5. Cuadros.....	33

Fecha de cierre: 8 de febrero de 2013

1. Editorial

Las perspectivas de crecimiento mundial han mejorado en los últimos tres meses debido a la reducción de las tensiones financieras en Europa, el acuerdo para evitar el “abismo fiscal” en EE.UU. y la aceleración de la actividad en economías emergentes como China. Este entorno más favorable ha sido propiciado por las decisiones de política económica adoptadas y se espera que derive en un repunte del crecimiento mundial, desde el 3,2% en 2012, hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014. **Sin embargo, la continuidad de la recuperación requiere proseguir con políticas apropiadas** tanto en EE.UU. como en el área del euro. En esta última, es imprescindible que se consoliden los pasos hacia la unión bancaria, con la implementación efectiva de la supervisión única y de los mecanismos de resolución ante crisis bancarias.

Además de las decisiones del BCE y de los avances en la unión bancaria, **en España varios factores han contribuido también a la reducción de las tensiones financieras y a la paulatina reapertura de los mercados de financiación**, que ha permitido una reversión de la salida de capital extranjero observada en la primera mitad de 2012. Primero, las administraciones públicas están llevando a cabo un ajuste fiscal que empieza a dar frutos. Prueba de ello es la estimación preliminar que apunta a un incremento de los ingresos públicos y una reducción del gasto público en 2012, a pesar del entorno recesivo. Segundo, se ha avanzado significativamente en la recapitalización, saneamiento y reestructuración del sistema financiero. Tercero, se ha acelerado la corrección del déficit de la balanza de pagos, que en los últimos tres meses muestra ya un superávit. Finalmente, la caída del PIB en 2012 (-1,4%), en línea con las expectativas de BBVA Research, ha sido menor que la prevista en la primera mitad del año por el consenso (sobre todo entre los analistas extranjeros), que ahora otorga una menor probabilidad a que España entre en un círculo vicioso de recesión, aumento del déficit público y necesidad de nuevos recortes fiscales.

Durante 2013 la economía, previsiblemente, tocará fondo con una caída del PIB del -1,1%. La continuación del ajuste en el sector privado y la consolidación fiscal harán que la demanda interna acumule un año más de contracción. **Sin embargo, existen razones para pensar que durante 2014 la economía exhibirá un crecimiento moderado** de la actividad del 1,1%. Las exportaciones han mostrado una fortaleza notable, diversificando destinos y manteniendo su competitividad. Con la recuperación de la economía mundial y las menores tensiones financieras, es previsible que mejoren las perspectivas de inversión. El ajuste en el sector inmobiliario por el lado de la oferta va llegando a su fin. Aunque la absorción de los desequilibrios acumulados será probablemente lenta, el sector dejará de contribuir negativamente al crecimiento durante los próximos años. Finalmente, la consolidación fiscal requerirá en 2014 un menor esfuerzo respecto a los dos años precedentes.

Este escenario no está exento de riesgos. Aunque se ha observado una reducción de las tensiones financieras sin necesidad de solicitar el apoyo del BCE, la economía está expuesta a eventos de riesgo tanto externos como internos. **Por lo tanto, es necesario aprovechar la ventana de oportunidad** que se ha abierto para tomar la iniciativa e impulsar nuevos avances en Europa y España, que permitan afianzar un círculo virtuoso donde reformas, confianza y crecimiento se retroalimenten. En Europa serán fundamentales los avances en la unión bancaria comentados anteriormente. En España, independientemente de si se flexibiliza el objetivo de déficit para 2013, las administraciones públicas deben evaluar mes a mes los avances de la consolidación fiscal, tanto por la normal incertidumbre que se cierne sobre los ingresos en un entorno recesivo, como para realizar un control efectivo del gasto público. Más allá de la consolidación fiscal, queda por delante una enorme agenda reformadora como conseguir la unidad de mercado, liberalizar el sector servicios, mejorar la financiación de las empresas, aumentar el capital humano y tecnológico, mejorar la eficiencia de las administraciones públicas, asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones o disminuir la dependencia energética, entre otras. Dada la gravedad de la situación del mercado de trabajo, es necesario asegurar que todos los mecanismos de la última reforma laboral funcionan eficazmente y adoptar medidas adicionales con las que reducir la temporalidad, aumentar la productividad y la empleabilidad, acelerar la reasignación de empleo entre empresas y sectores y mejorar la eficiencia de las políticas activas y pasivas de empleo.

2. Escenario global: mejor perspectiva y menores riesgos

A lo largo de los últimos tres meses han desaparecido algunas amenazas a la recuperación económica mundial, provocando un cierto optimismo. Las tensiones financieras han disminuido a mínimos de dos años (véase el Gráfico 1), en particular en Europa, y casi todos los activos se han beneficiado de este cambio de percepción. Las menores amenazas a la estabilidad de la economía mundial también han aumentado la confianza de consumidores y empresas en distintas regiones, con pocas excepciones. Sin embargo, estos rebotes de los indicadores financieros y de confianza todavía no han llevado a mejoras relevantes en actividad. Tal y como muestra nuestro indicador de actividad económica global (BBVA-GAIN), la desaceleración que la economía mundial experimentó en la mayor parte de 2012 llegó a su fin en el cuarto trimestre de ese año. Los datos más recientes refuerzan la perspectiva de aceleración del PIB global, pero desde tasas por debajo de su promedio histórico y a un ritmo moderado. Así, de acuerdo con nuestras estimaciones, el PIB mundial creció en 2012 un 3,2%, frente al 3,9% en 2011.

Gráfico 1

Indicador BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

La resistencia de la economía ante la incertidumbre y los avances en la implementación de las políticas, detrás de la mejora de la confianza

Los datos muestran que China no afronta una perspectiva de desaceleración intensa. Desde el tercer trimestre de 2012, el crecimiento del PIB se ha acelerado en línea con nuestras previsiones. La inversión explica gran parte del repunte en el PIB, gracias a políticas de estímulo aplicadas más hábilmente en 2012 que en 2009. Por otra parte, también existe un incipiente repunte de las exportaciones por la mayor demanda de países asiáticos y de Estados Unidos, mientras que las ventas a Europa y Japón siguen siendo poco dinámicas. Además, la transferencia del poder político se ha realizado sin incidencias¹.

Sin embargo, persisten algunas preocupaciones sobre la sostenibilidad del crecimiento de China. La deuda de las entidades locales y el ritmo de crecimiento del crédito de la llamada banca en la sombra son, probablemente, las mayores amenazas financieras para el crecimiento. Incluso en el corto plazo, estas amenazas podrían ser un obstáculo para la implementación de nuevas medidas de estímulo, si ello fuera necesario.

El repunte de la economía china ha sido bien recibido en los mercados, como un soporte clave para la recuperación económica mundial y, en particular, para otras economías orientadas a

¹: La nueva dirección ha mostrado su intención de mantener una política continuista con respecto al crecimiento y las reformas. Los objetivos en términos de PIB probablemente serán del 7,5%, igual que para 2012.

la exportación y como soporte de los precios de las materias primas, en particular en América Latina. Aunque las perspectivas de crecimiento para China no son tan optimistas como en el pasado, los mercados parecen aliviados de que el riesgo de una desaceleración severa haya disminuido.

Estados Unidos no cayó por el abismo fiscal y, de hecho, su economía está resistiendo muy bien la incertidumbre. La caída del PIB en el 4T12 (-0,1% en términos anualizados) no refleja el estado subyacente de la economía². Durante algún tiempo se había sostenido que los consumidores y las empresas podrían ralentizar sus gastos, como reflejo del impacto que recortes automáticos del gasto y subidas de impuestos por valor de alrededor de un 4% del PIB podría tener sobre sus finanzas. Sin embargo, el crecimiento del consumo se ha mantenido bastante estable en los últimos trimestres, promediando una tasa de crecimiento ligeramente inferior a los niveles previos a la crisis. Al mismo tiempo, el sector de la vivienda ha ganado dinamismo. Sin embargo, es difícil medir el impacto de la incertidumbre fiscal en los indicadores económicos, especialmente cuando otras políticas, como la política monetaria a través del programa de expansión cuantitativa, pueden haber logrado compensar (parcialmente) el impacto negativo de la incertidumbre fiscal.

El acuerdo fiscal alcanzado a comienzos del año para extender las rebajas de impuestos de 2001, 2003 y 2010 y retrasar dos meses el recorte automático de gastos, fue bien recibido por los mercados. Se evita un drenaje mayor en la actividad económica y ayuda a mejorar la sostenibilidad fiscal de los EE.UU. Sin embargo, el acuerdo no elimina definitivamente la posibilidad de un recorte de gasto que, si se aplicara, supondría un lastre adicional sobre la economía del 0,8% del PIB. Tampoco hubo un acuerdo permanente sobre el techo de deuda, aunque se haya retrasado posteriormente, hasta mediados de mayo. Por lo tanto, en las próximas semanas habrá más negociaciones para evitar el riesgo de una contracción económica en 2013 y, al mismo tiempo, para contribuir a la sostenibilidad fiscal. Con todo, un gran acuerdo fiscal es improbable dado que exigiría acuerdos bipartidistas de largo plazo en asuntos sobre los que las divergencias son relevantes.

Europa también contribuyó: los avances en el proceso de unión bancaria refuerzan el compromiso para preservar el euro. El acuerdo sobre Grecia muestra que Europa está comprometida con su permanencia en la zona euro. Así, las autoridades europeas llegaron a un acuerdo con las griegas sobre algunos detalles del programa de rescate, lo cual ha permitido el desembolso de su segundo tramo. El segundo factor que apoya la percepción positiva de Europa es el avance en el proceso de unión bancaria en la cumbre europea de diciembre. Ello es fundamental para romper el círculo vicioso entre finanzas públicas y solvencia bancaria y también para frenar la salida de capitales que afecta a algunos países de la periferia de Europa. Aunque los acuerdos alcanzados en la cumbre de diciembre no resultaron tan ambiciosos como se había anticipado, la valoración de los mismos sigue siendo positiva, ya que incluyen un calendario claro para la implementación de un mecanismo de supervisión único y los pasos iniciales hacia un mecanismo de resolución conjunta.

Por último, el programa Operaciones Monetarias de Compraventa del BCE (OMC, o OMT en sus siglas en inglés) parece estar teniendo efectos duraderos, frenando el aumento de las tensiones financieras, incluso aunque ni España ni Italia (los candidatos naturales) hayan solicitado su activación. Esta situación podría continuar, puesto que tanto los gobiernos de los países centrales de Europa como los periféricos carecen de incentivos en estos momentos para activar el programa. Con el bono español cotizando en el entorno del 5 - 5,5% y el italiano en el entorno del 4 - 4,5%, la financiación de la deuda pública no requiere de la activación del la intervención del MEDE en el mercado primario y del BCE en el secundario. Además, el programa OMC bien puede seguir siendo efectivo en la contención de las tensiones siempre y cuando tanto el compromiso del BCE de intervenir en el mercado (lo que sin duda daría lugar a caídas en el tipo de interés), como el compromiso de los gobiernos de solicitar su activación si los costes de financiación se encarecen, resultan creíbles.

2: La cifra agregada de PIB se vio lastrada por componentes volátiles (stocks y gasto federal en defensa) junto con las exportaciones.

Las mejores perspectivas no suponen un cambio en el escenario central de previsiones

La aceleración en China, el acuerdo parcial sobre el abismo fiscal en los EE.UU. y los efectos del programa OMC del BCE son buenas razones para pensar que la economía mundial ha evitado un escenario de riesgo sistémico, algo que podía estar en parte al menos cotizado por el mercado. Sin embargo, los cambios observados en los fundamentales son menos concluyentes, una recuperación moderada continúa siendo el escenario más probable, y más con unos datos de actividad sin repuntes muy relevantes.

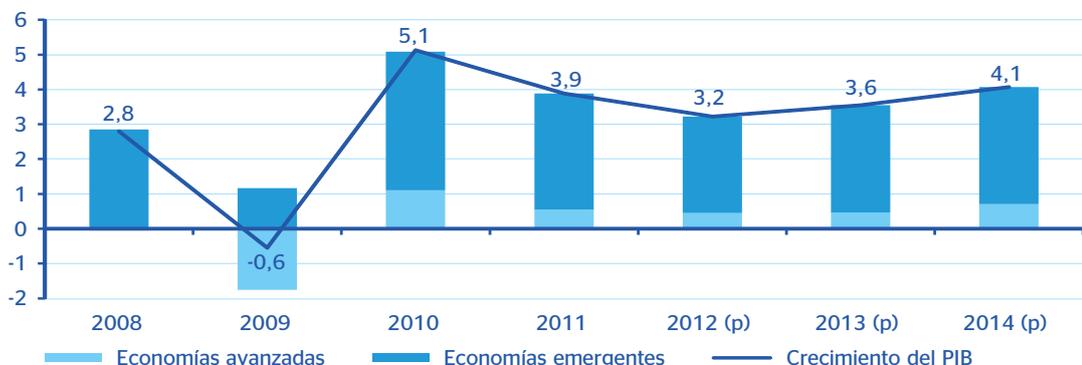
Por un lado, incluso aunque los EE.UU. hayan evitado el abismo fiscal, los políticos estadounidenses todavía tendrán que ponerse de acuerdo sobre algunas cuestiones clave, como el recorte automático de gastos y el techo de deuda. Cualquiera de ellos podría hacer descarrilar el proceso. Incluso si se llega a acuerdos, en 2013 la política fiscal se tornará más contractiva. El sector inmobiliario se está recuperando, pero el proceso de desapalancamiento sigue jugando un papel importante, y el sector externo está lejos de ser dinámico. Por lo tanto, mantenemos los rasgos de nuestro escenario para EE.UU., si bien hay margen para posibles sorpresas positivas. En 2013 se espera que la economía de EE.UU. crezca un 1,8% (frente a 2,2% en 2012) y un 2,3% en 2014.

En la zona euro la mejora de los mercados financieros todavía no se ha visto secundada por los datos de actividad, aunque hay señales de recuperación de la confianza de los agentes económicos y los riesgos de cola (poco factibles pero de elevado impacto negativo) son ahora menos probables. Sin embargo, la periferia sigue en recesión, arrastrada por la consolidación fiscal y las condiciones de financiación e incluso si la mejora del sector externo y de las exportaciones impulsa al alza el PIB, algunas economías aún tienen por delante un proceso de desapalancamiento y austeridad fiscal. Sin embargo, algunos indicadores adelantados en Alemania y otros países centrales apuntan a una mejora de las perspectivas a principios de 2013. Como consecuencia, se mantienen las previsiones para la zona euro: un crecimiento de un 0,3% en 2013 (después de una contracción del 0,5% en 2012), que precederá a un repunte del 1,3% en 2014. El desacoplamiento entre los países del centro y la periferia se mantendrá durante todo el período de previsión.

China es probablemente la economía en la que el panorama se ha vuelto más claro en el corto plazo. Las nuevas autoridades se han comprometido con un crecimiento sostenido, lo que supone una clara intención de utilizar una política económica suficientemente expansiva. Las previsiones se revisan ligeramente al alza, hasta una cifra del 8% en 2013 y 2014. La solidez de la economía china y la capacidad de recuperación de la economía de EE.UU. tendrán un papel de soporte de la demanda de la mayoría de países emergentes. En América Latina en su conjunto, las previsiones se revisan ligeramente a la baja, debido a la debilidad de las economías de Brasil y Argentina. En 2013, la economía latinoamericana crecerá un 3,5%, mientras que en 2014 el crecimiento será del 3,7%, acercándose a su potencial de crecimiento. Por su parte, Asia emergente mostrará un crecimiento más robusto, acelerando su ritmo hasta el 6,6% en 2013, frente al 6,1% en 2012.

Gráfico 2

Tasa de crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research

La incertidumbre sobre el panorama económico global sigue siendo elevada, sesgando el balance de riesgos a la baja, si bien parece abrirse la posibilidad de potenciales sorpresas al alza por primera vez en los últimos tres años. Aunque el nuevo marco institucional limita la probabilidad y el impacto potencial de potenciales riesgos, las tensiones financieras pueden resurgir por diferentes razones. En primer lugar, la periferia de Europa podría incumplir sus objetivos fiscales. Si, como respuesta, los gobiernos implementan más austeridad, la crisis podría intensificarse. Sin embargo, este riesgo tiene una probabilidad baja porque la Comisión Europea ha dejado claro que no impondrá ajustes adicionales si los objetivos fiscales no se cumplen como consecuencia del deterioro cíclico. Al mismo tiempo, es probable que esto afectase al mercado y que fuera necesario que se activase el programa de apoyo del BCE. A este respecto, aunque el BCE parece dispuesto a intervenir, cualquier desacuerdo potencial entre los países centrales y los periféricos sobre la condicionalidad es una fuente de posible inestabilidad. Otros factores también pueden desempeñar un papel importante, como los detalles del plan de rescate bancario de Chipre, aún no determinados, o eventos políticos como las elecciones italianas. Si las tensiones financieras aumentasen como consecuencia de uno o varios de los factores señalados, la zona euro podría seguir en recesión en 2013.

La otra fuente significativa de riesgo procede de un potencial desacuerdo político en EE.UU. sobre cómo abordar el déficit fiscal. Parte del precipicio fiscal original se ha evitado, pero las otras dos cuestiones (el recorte automático del gasto y el techo de deuda) todavía están pendientes de resolución. Por un lado, las discusiones acerca de estos temas puede ser una fuente de incertidumbre que podría frenar el gasto en consumo y la inversión. Por otro lado, si los acuerdos no se alcanzan, el endurecimiento de la política fiscal podría ser suficiente como para que EE.UU. volviera a registrar tasas de crecimiento negativas.

De acuerdo con nuestras estimaciones, si ambos riesgos se materializan la economía mundial crecería casi un punto porcentual menos que en el escenario base, muy por debajo de su promedio histórico. La implementación adecuada de los acuerdos de gobernabilidad en la zona del euro y pactos adicionales sobre la sostenibilidad fiscal en los EE.UU. son condiciones necesarias para una recuperación mundial sostenida.

3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

Durante los últimos tres meses, los mercados financieros han mostrado una mejora considerable producto de la menor incertidumbre respecto a las decisiones de política económica, tanto en los países emergentes como, principalmente, en los desarrollados. En España, esta reducción de la volatilidad ha venido acompañada del regreso de los flujos de capital y ha permitido la disminución de las primas de riesgo que pagan tanto el sector público como el privado por la financiación. Adicionalmente, el comportamiento de la economía real en los principales socios comerciales del país se mantiene de acuerdo a lo esperado. Aunque esto último supone un escenario de estancamiento de la actividad económica en Europa, también es consistente con un crecimiento robusto en el resto del mundo, tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos y una apreciación moderada del euro, lo que, en balance, debería promover un entorno favorable para las exportaciones españolas.

A nivel doméstico, durante el último trimestre del año se observó un comportamiento de la economía algo menos negativo de lo previsto que, en cualquier caso, no ha sido suficiente para aminorar la caída del PIB en el conjunto del año (-1,4%). Tras el intenso repunte del tercer trimestre, las ventas al exterior retrocedieron en la recta final del año, si bien el nivel de actividad exportadora continúa siendo saludable. Dado lo anterior, el mejor comportamiento de la economía se explicaría por una reducción de la demanda interna menos intensa que la prevista hace tres meses. Asumiendo que el Gobierno termine presentando un déficit en línea con las expectativas que se tenían entonces, el principal cambio parece estar relacionado con el efecto que está teniendo el ajuste fiscal sobre la demanda privada. En particular, la experiencia española parece apuntar a multiplicadores fiscales por debajo de lo que se esperaría dado el contexto actual (véase el Recuadro 1).

A tenor de lo expuesto, se espera que la economía española siga en recesión durante los próximos trimestres y que, en el escenario más probable, se observe una caída del PIB en 2013 algo menor que la registrada en 2012. Hacia delante, varios factores justifican la vuelta al crecimiento en 2014. Entre estos se pueden mencionar la recuperación que se espera del crecimiento a nivel mundial, la robustez que, en general, vienen presentando las exportaciones y el efecto arrastre que estas puedan tener en la economía doméstica (especialmente, en la inversión en maquinaria y equipo), un tono de la política fiscal algo menos contractivo que en 2012 y 2013 y la práctica finalización de algunos procesos de ajuste internos (inversión y empleo en el sector de la construcción residencial).

En cualquier caso, la economía española continúa expuesta a varios riesgos. El más importante es el ligado a la fragilidad que pueda mostrar la relajación de las tensiones financieras ante eventos de carácter externo e interno.

La economía española en 2012: de vuelta a la recesión

Tras un 2011 marcado por un crecimiento moderado, las expectativas auguraban que 2012 sería un año de fuertes ajustes que, aunque ineludibles, empujarían inevitablemente a la economía de vuelta a la recesión. A lo anterior se añadió el deterioro observado en los mercados financieros y un entorno de caída del PIB en Europa que, en su conjunto, hicieron que el 2012 cerrara con una contracción de la actividad.

Así, y a falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) indicó que la economía española se habría contraído un 0,7% t/t en el 4T12, situando la caída para el conjunto del año en torno al -1,4%³. De confirmarse esta estimación, el descenso de la actividad entre octubre y diciembre habría sido superior al registrado en los tres trimestres precedentes aunque, en todo caso, algo menos intenso que el esperado a finales del 3T12 (BBVA Research: -0,9% t/t).

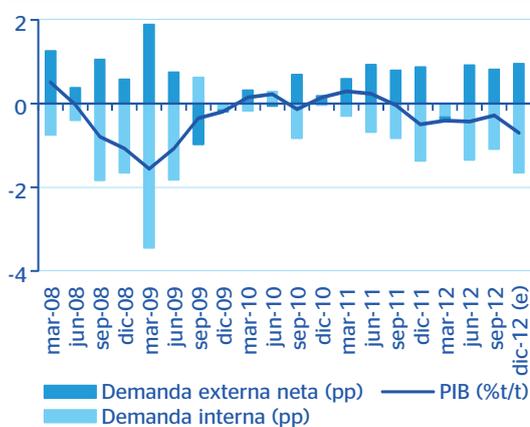
3: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 4T12 se publicará el próximo 28 de febrero, siendo posible la revisión del dato avance.

En lo que respecta a la composición del crecimiento, los indicadores parciales de coyuntura conocidos a la fecha de cierre de este informe confirman una aceleración de la contracción de la demanda doméstica (contribución a la caída del PIB de -1,6pp) como consecuencia, principalmente, de las medidas fiscales que entraron en vigor entre finales del 3T12 y principios del 4T12. Por lo tanto, la actividad habría vuelto a encontrar su soporte en la demanda externa neta que, a pesar de la corrección de las ventas al exterior, habría contribuido 0,9pp al crecimiento trimestral (véase el Gráfico 3).

De cara al primer trimestre de 2013, la información disponible apunta a una continuidad del tono contractivo de la actividad que, sin embargo, supondría una ralentización del ritmo de deterioro respecto al registrado en los compases finales del 2012 (MICA-BBVA: hasta el -0,2 ó -0,3% t/t) (véase el Gráfico 4)⁴.

Gráfico 3

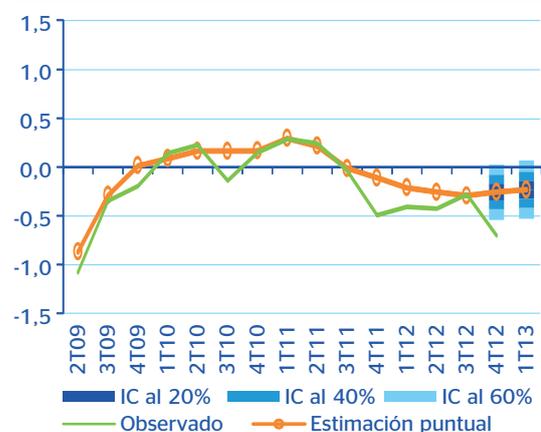
España:
contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



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

Gráfico 4

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



Previsión actual: 8 de febrero de 2013
Fuente: BBVA Research a partir de INE

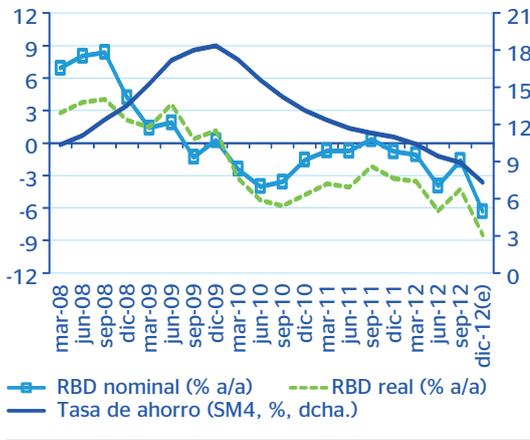
La demanda doméstica privada aceleró su caída condicionada por las medidas fiscales adoptadas

Tras un tercer trimestre caracterizado por la moderación del retroceso del consumo privado, los indicadores parciales de demanda, principalmente de bienes duraderos⁵ y, en menor medida, de servicios, sugieren que el gasto de los hogares retomó su ritmo de deterioro durante el 4T12. Dicha evolución se vio condicionada por los cambios en el IVA que entraron en vigor en septiembre (aumento de los tipos general y reducido y modificación de las bases imposables) y por la disminución persistente de la renta bruta disponible real y de la riqueza inmobiliaria de los hogares, que compensaron la mejora prevista de su riqueza financiera neta y la reducción de su tasa de ahorro (véase el Gráfico 5). Así, el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) y el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) apuntan que el gasto de los hogares se habría contraído en torno al 1,3% t/t (-2,2% a/a) en el 4T12, más del doble que en el trimestre precedente (véase el Gráfico 6). De este modo, el consumo privado habría menguado alrededor del 1,9% en 2012 tras haber caído el 1,0% en 2011.

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

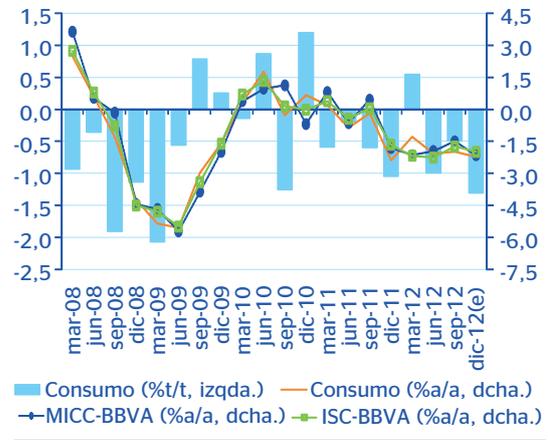
5: Véase la sección 3 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre de 2012 para un análisis detallado de la evolución del gasto en consumo por tipo de bien o servicio, disponible en: http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1212_Situacionconsumo_tcm346-363646.pdf?ts=2312013

Gráfico 5
España: RBD y tasa de ahorro de los hogares



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

Gráfico 6
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares

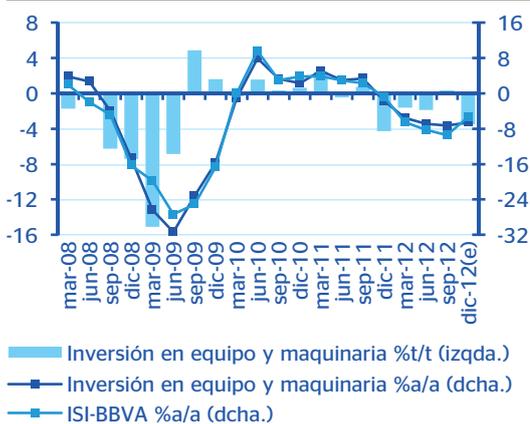


(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por su parte, los datos conocidos a la fecha de cierre de este informe confirman que la coyuntura económica siguió sin ser propicia para la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión privada. De este modo, la relajación de las tensiones financieras que se produjo en la última parte del 2012 no evitó que la inversión en maquinaria y equipo concluyera el año drenando crecimiento debido, sobre todo, a la influencia negativa que continuó ejerciendo la demanda interna. Así, el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) apunta a una contracción de esta partida de la demanda del 2,2% t/t, lo que supondría que 2012 habría concluido con una reducción en torno al 6,3% respecto al año anterior (véase el Gráfico 7).

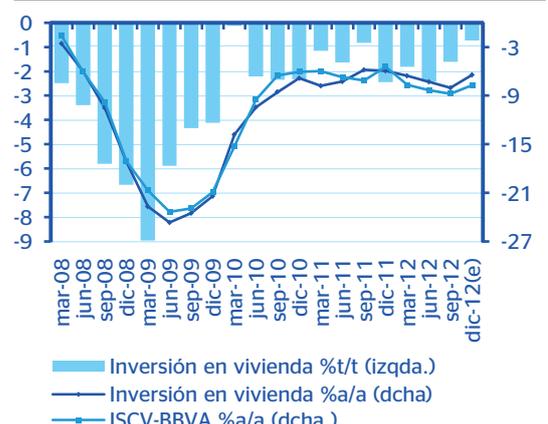
Por otro lado, la inversión en vivienda habría continuado su proceso de ajuste. Sin embargo, y aunque la actividad residencial sigue estancada en zona de mínimos, nuestras estimaciones sugieren que durante el último trimestre del año se habría asistido a un mejor comportamiento de las ventas como consecuencia del adelantamiento de la demanda ante la eliminación del beneficio fiscal a la compra y la subida del IVA en enero de 2013. En todo caso, se espera que el efecto sobre las ventas haya sido inferior al que tuvo lugar con el anterior cambio de fiscalidad en materia de vivienda (enero 2011), sobre todo por la peor situación económica de las familias. Con todo, se espera que durante el 4T12 la contracción de la inversión en vivienda haya sido menor que la de trimestres precedentes (ISCV BBVA -0,7% t/t), lo que supone que durante 2012 esta partida de la inversión se habría reducido un 7,1% respecto a 2011, acumulando cinco años de caída (véase el Gráfico 8).

Gráfico 7
España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria



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

Gráfico 8
España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en vivienda



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

Tal y como se esperaba, el ajuste de la demanda pública se intensificó en la recta final de 2012

Tras el fuerte ajuste del consumo y la inversión públicos registrado en el 3T12, la información disponible apunta a que estas partidas de la demanda continuaron cayendo a lo largo del 4T12. Así, con los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado a noviembre de 2012, se observa que el gasto en consumo final de la administración central siguió reduciéndose y se habría situado, en acumulado a doce meses, por debajo del 2,5% del PIB (véase el Gráfico 9). Igualmente, según la Encuesta de Población Activa (EPA), los asalariados en el sector público continuaron experimentado una caída sostenida a lo largo de todo 2012. Así, corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario (CVEC), el número de empleados públicos se situó en torno a los 2,9 millones de personas en el 4T12, frente a los más del 3,2 millones que había en junio de 2011 (véase el Gráfico 10). Con estos datos, se espera que el consumo público haya cerrado el año con una caída en torno al 4,0% respecto al anterior ejercicio contable.

Por su parte, los datos de ejecución continúan mostrando que gran parte del esfuerzo de consolidación fiscal se sigue concentrando en el recorte de la inversión, lo que hace prever que la contracción de la construcción no residencial durante el 4T12 haya sido superior a la experimentada durante el 3T12. Ello supondría que el año habría concluido con una reducción en torno al 15,5% respecto a 2011.

Gráfico 9

España: aproximación al gasto en consumo final del Estado* (acumulado a 12 meses. % PIB)



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

Gráfico 10

España: asalariados en el sector público (máximo local: jun-11 = 100, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

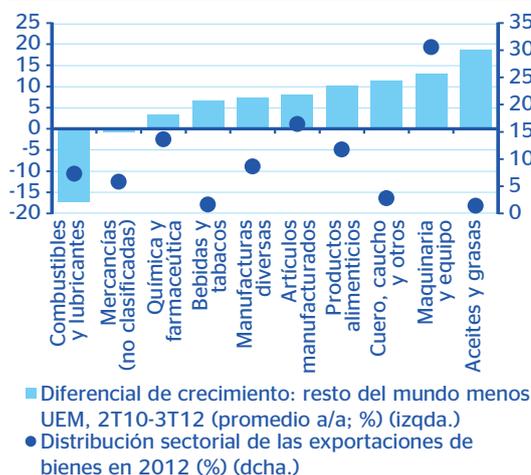
El último tramo de 2012 cierra con una desaceleración en el ritmo exportador, aunque se mantiene la contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento

Los indicadores de actividad del 4T12 provenientes de la UEM apuntan a un descenso de la demanda de exportaciones españolas, tal y como han confirmado los indicadores adelantados de balanza comercial. Así, tras el fuerte repunte registrado en el 3T12, el último trimestre del año cerraría con una contracción de las exportaciones de bienes en torno al -1,0% t/t. A pesar de este descenso, el volumen de actividad exportadora creció a un ritmo saludable durante 2012. En concreto, las exportaciones de bienes se habrían expandido un 3,4% interanual, cifra elevada si se considera el alto grado de incertidumbre que ha supuesto para la economía mundial la inestabilidad financiera en Europa y el impacto que ha tenido sobre la demanda de los principales socios comerciales del país. Este dinamismo exportador se apoya en la diferenciación por destinos y en el amplio abanico de sectores que han tomado el camino de la diversificación geográfica (véase el Gráfico 11).

En la misma línea se habrían comportado las exportaciones de servicios (-0,3% t/t y +2,9% a/a). Así, el turismo exterior se estancó en el cuarto trimestre, tras el comportamiento positivo observado durante el verano. El gasto real de los turistas extranjeros⁶ se redujo en torno al 1,5% t/t CVEC como consecuencia de una caída en la entrada de viajeros extranjeros (-3,2%), tras el fuerte crecimiento de los dos trimestres anteriores (véase el Gráfico 12). Con todo, el año se cerró con resultados positivos: un aumento del gasto (real) de los turistas extranjeros del 3,8% respecto a 2011 y un récord de visitantes (40,1 millones de personas), confirmando las previsiones de BBVA Research. Por otro lado, la información disponible apunta a que el agotamiento de la demanda experimentado en el cuarto trimestre de 2012 podría alargarse también al primer trimestre de 2013. Así, según el modelo de indicadores coincidentes del turismo (MICT), elaborado por BBVA y Google, las pernoctaciones de extranjeros en hoteles españoles en enero y febrero se mantendrían estables (en torno al 0,3% a/a en ambos meses).

Gráfico 11

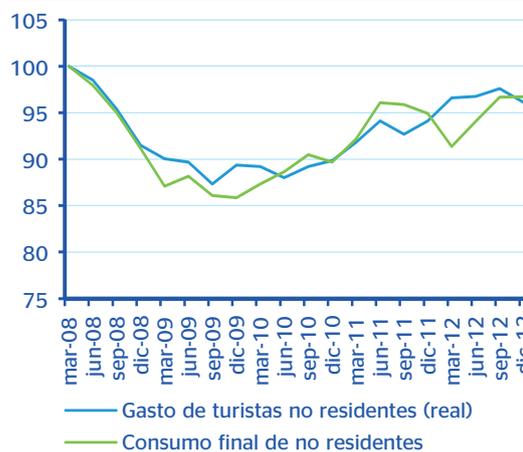
España:
diferencial de crecimiento de las exportaciones reales de bienes por áreas geográficas y distribución sectorial (clasificación sectorial CUCI)



Fuente: BBVA Research a partir de AEAT

Gráfico 12

España:
gasto de los turistas extranjeros y consumo real de no residentes (100= mar-08, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y EGATUR

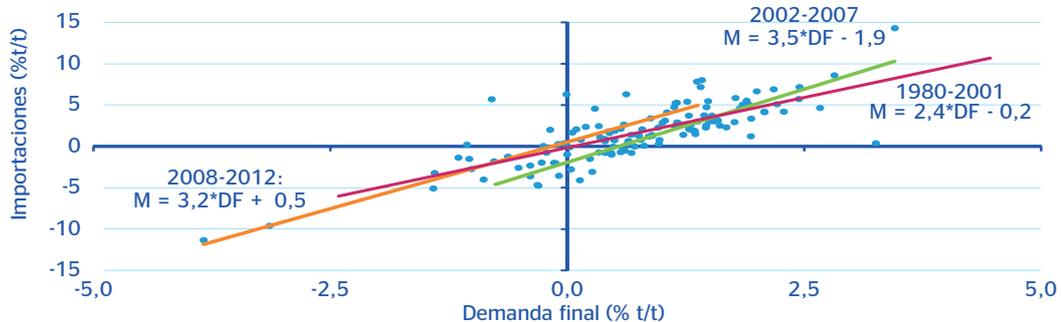
La corrección a la baja de las exportaciones, junto al deterioro de la demanda interna, propiciaron una contracción significativa de las importaciones entre octubre y diciembre (-3,8% t/t). Como se observa en el Gráfico 13, el contenido importador de la demanda final de la economía española (esto es, demanda interna más exportaciones) continúa siendo elevado, lo que ayuda a explicar, al menos en parte, que el PIB no haya experimentado una mayor contracción en el 4T12 a pesar de la intensa contracción de la demanda interna. De hecho, la evidencia empírica sugiere que por cada punto de corrección de la demanda final se produce, en media, una variación de las importaciones superior a 3,0pp, cuantía que se vio incrementada significativamente desde los casi 2,5pp previos a la introducción del euro, pero que no ha cambiado significativamente desde el comienzo de la actual crisis económica.

De este modo, los elementos mencionados anteriormente apuntan a una contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento, ligeramente superior a la observada en el trimestre anterior (+0,9pp frente +0,8pp). En síntesis, los indicadores de coyuntura publicados hasta la fecha sugieren que el deterioro de las compras al exterior podría haber llegado al -4,7% en el conjunto de 2012, lo que habría contribuido a consolidar la aportación positiva de la demanda externa neta al crecimiento (2,5pp). El elevado incremento de las exportaciones en conjunción con el deterioro importador propiciaron el segundo mayor ajuste interanual del déficit por cuenta corriente desde el comienzo de la crisis (2,1pp hasta llegar a un déficit externo estimado del -1,4% del PIB).

6: Deflactado con los precios del consumo final de los no residentes en el territorio nacional.

Gráfico 13

España: elasticidad implícita de las importaciones (M) a la demanda final (DF)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El mercado de trabajo continuó deteriorándose en el 4T12

Cuando se excluyen los cambios provocados por motivos estacionales y de calendario y el efecto distorsionador derivado de la modificación del convenio especial de los cuidadores no profesionales de la Ley de Dependencia⁷, los registros del mercado laboral muestran que el ritmo de destrucción de empleo entre octubre y diciembre fue similar al registrado en el 3T12. Así, la afiliación media a la Seguridad Social cayó el 1,0% t/t CVEC en el 4T12 (-1,4% t/t si se incluye la pérdida de cuidadores no profesionales). Sin embargo, el aumento del desempleo registrado (1,6%t/t CVEC) fue menor que el observado en el 3T12 (2,3% t/t CVEC), lo que sugería una mengua de la población económicamente activa (véase el Gráfico 14)⁸. En líneas generales, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 4T12 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro. A pesar de la disminución de la población activa (-176.000 personas, 116.000 CVEC), la caída de la ocupación (-363.200 personas, -259.000 CVEC) provocó un incremento de 1pp de la tasa de desempleo hasta el 26,0% (26,1% CVEC). La reducción del empleo público (-74.500 personas en el 4T12 y -172.500 en el conjunto del año) contribuyó a que el sector servicios concentrara ocho de cada diez puestos de trabajo destruidos durante el cuarto trimestre, seguido por la construcción y la industria. Mientras que la contratación indefinida se redujo en 91.100 asalariados, la temporal lo hizo en 216.600 debido, principalmente, a la caída del empleo en el sector público y a la estacionalidad desfavorable. En consecuencia, la tasa de temporalidad disminuyó 1pp hasta el 23,0% (23,1% CVEC) (véase el Gráfico 15).

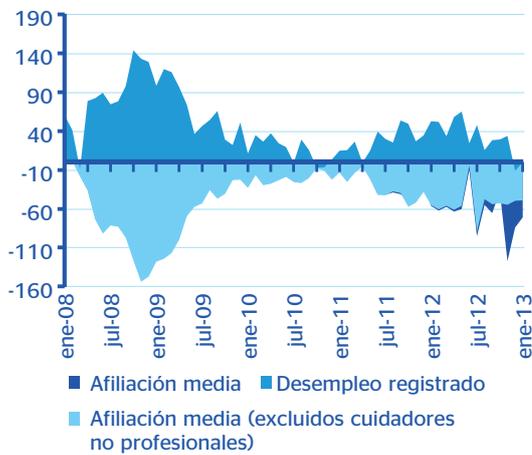
El dato del 4T12 cerró un año caracterizado por un nuevo deterioro de los registros del mercado de trabajo. En términos promedio, la economía española destruyó 822.700 empleos netos, el 78,5% en el sector privado -principalmente, en servicios y en construcción- y el 56,1% de naturaleza temporal. Estos resultados causaron un repunte de la tasa de desempleo (de 3,4pp hasta el 25,0%) a pesar de la reducción de la población activa en 56.200 personas. La nota positiva del 2012 la aportó el empleo por cuenta propia, que aumentó en 41.000 personas.

7: El Real Decreto-Ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad modificó los convenios especiales existentes en el Sistema de la Seguridad Social de los cuidadores no profesionales de las personas en situación de dependencia. En concreto, los suscriptores del convenio -que pasa a tener carácter voluntario- estarán obligados a abonar la cotización a la Seguridad Social desde el 31 de agosto (el 85% hasta el 31 de diciembre y el 100% en adelante). Este hecho ha provocado una pérdida de 146.672 afiliados durante los meses de noviembre y diciembre. Véase: <http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/14/pdfs/BOE-A-2012-9364.pdf>

8: Los registros de enero indican que el mercado laboral continuó deteriorándose, aunque a un ritmo menor que el esperado. Cuando se corrigen las cifras de estacionalidad y calendario, se estima una disminución de la afiliación a la Seguridad Social de 50.000 personas y un estancamiento del paro registrado. Véase: http://www.bbvaesresearch.com/KETD/fbin/mult/130204_Flash_Espana-Paro_en13_tcm346-372332.pdf?ts=522013

Gráfico 14

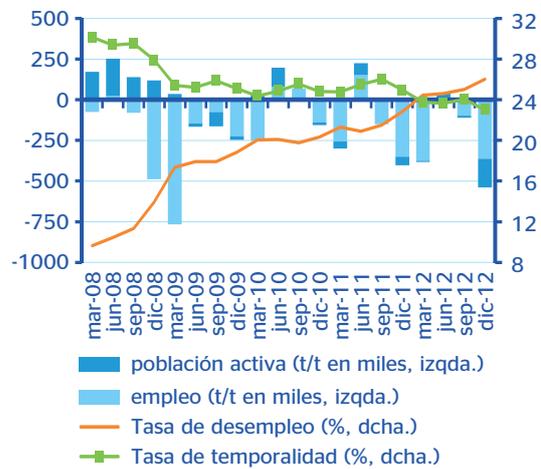
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (var. mensual en miles de personas, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 15

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los precios de consumo sorprendieron a la baja

Los datos del 4T12 confirmaron que el repunte de los precios del consumo observado en la parte central del ejercicio económico no respondían a presiones inflacionistas en el mercado interno sino a factores exógenos a la demanda, tales como la presión al alza en el precio de las materias primas –principalmente, del petróleo y de los alimentos–, el incremento del copago farmacéutico a partir de julio y el aumento del IVA en septiembre. En particular, tras un ligero repunte en octubre, tanto la inflación general como la subyacente sorprendieron a la baja en el resto del 4T12 hasta alcanzar, respectivamente, el 2,9% a/a y el 1,6% a/a en diciembre (2,4% a/a y 1,6% a/a en promedio para el conjunto de 2012)⁹. Dicha evolución se correspondió con la desaceleración de los precios de la energía que, por otro lado, se trasladó con mayor intensidad de la esperada a algunas rúbricas de la inflación subyacente (véase el Gráfico 16). Asimismo, a la innovación a la baja registrada en este último componente de los precios al consumo habría contribuido el adelantamiento de la campaña de rebajas de invierno.

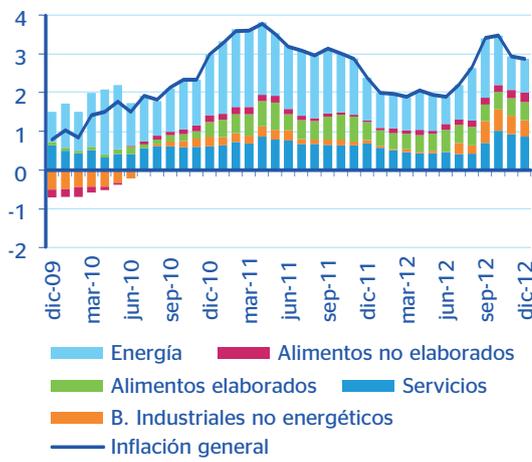
Por su parte, los registros del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) señalan que durante el cuarto trimestre de 2012 el diferencial de inflación respecto a la zona euro se mantuvo en terreno positivo. En términos de la inflación general, el diferencial de precios se habría situado en diciembre en torno a los 0,8pp (media histórica de +0,8pp) mientras que tomando como referencia el componente subyacente, lo habría hecho alrededor de los 0,7pp (frente a una media histórica de +0,8pp). En todo caso, dado que esta evolución se deriva, en buena medida, del aumento de los impuestos indirectos, no supone una pérdida directa de competitividad de las exportaciones españolas.

Con todo, dada la debilidad del mercado laboral, siguen sin esperarse efectos de segunda ronda causados por el incremento de los precios de la energía y de la subida del IVA en 2012. Al respecto, el crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo se mantuvo estable durante el último trimestre, especialmente en los convenios de nueva firma (véase el Gráfico 17). Sin embargo, el total de los salarios ha seguido aumentando por encima del 0,5%, cifra establecida como límite máximo en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012-2014, rubricado por patronales y sindicatos a finales de enero del pasado año, lo que sigue repercutiendo negativamente sobre el ajuste del mercado de trabajo.

9: El indicador adelantado del IPC de diciembre señala una desaceleración de la inflación anual hasta el 2,6% que, según la nota de prensa del INE, se corresponde con una menor presión inflacionista del componente energético. Véase: http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/130131_Flash_Espana-Avance_del_IPC_en13_tcm346-371999.pdf?ts=622013

Gráfico 16

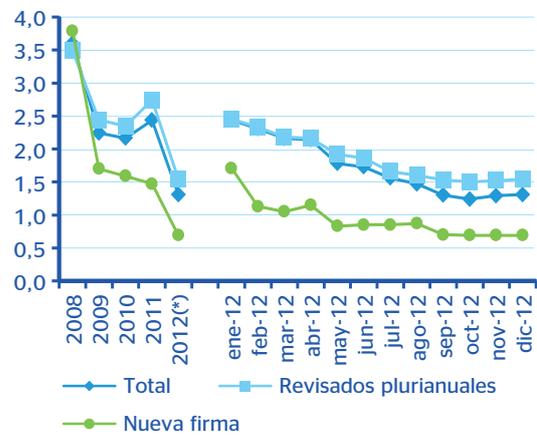
España: contribuciones al crecimiento interanual del IPC (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 17

España: crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo (%)



Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial
(*) Datos provisionales
Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Escenario 2013-2014: se tocará fondo en 2013 y 2014 marcará el inicio de la recuperación

Como adelantábamos en la introducción de esta sección, los determinantes de la evolución de la economía española siguen siendo consistentes con la prolongación del tono contractivo de la actividad durante los próximos trimestres que, en el escenario más probable, se saldará con una retracción del PIB en torno al -1,1% en 2013. De cara a 2014, la práctica conclusión de algunos de los procesos de ajuste internos, la menor presión a la baja que se espera tenga la política fiscal y, finalmente, la consolidación de las exportaciones como soporte del crecimiento -ante la recuperación de sus mercados tradicionales y el crecimiento robusto de los nuevos-, auguran un aumento del PIB del 1,1% en ese año (véase el Cuadro 1). Como se viene constatando desde comienzos de la crisis, estas perspectivas económicas seguirán estando caracterizadas por la elevada heterogeneidad en la evolución de las economías regionales, volviendo a ser el ajuste fiscal y el sector exterior los determinantes más destacables de dichas divergencias (véase el Recuadro 3).

En todo caso, conviene resaltar que, aunque los riesgos a la baja han disminuido considerablemente respecto a lo que se adelantaba en la anterior edición de esta publicación, la recuperación prevista en este escenario continúa estando condicionada por la consolidación de la mejora en la confianza sobre la economía europea y, en particular, sobre la española.

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T12	2T12	3T12	4T12 (e)	2011	2012 (e)	2013 (p)	2014 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	-1,9	-2,3	-2,5	-3,0	-0,8	-2,4	-4,0	-0,7
G.C.F Privado	-1,3	-2,1	-1,9	-2,2	-1,0	-1,9	-2,8	-0,3
G.C.F Hogares	-1,3	-2,1	-2,0	-2,2	-0,8	-1,9	-2,8	-0,3
G.C.F AA.PP	-3,7	-2,9	-3,9	-5,4	-0,5	-4,0	-7,2	-1,8
Formación Bruta de Capital	-7,4	-9,2	-9,7	-9,1	-5,5	-8,8	-6,8	2,6
Formación Bruta de Capital Fijo	-7,5	-9,2	-9,9	-9,3	-5,3	-9,0	-6,8	2,6
Activos Fijos Materiales	-8,2	-10,1	-10,9	-10,4	-5,8	-9,9	-7,4	2,4
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-5,4	-6,8	-7,2	-5,0	2,3	-6,1	-1,5	6,4
Equipo y Maquinaria	-5,5	-6,9	-7,3	-5,3	2,4	-6,3	-1,7	6,4
Construcción	-9,4	-11,5	-12,6	-12,8	-9,0	-11,5	-10,2	0,3
Vivienda	-6,6	-7,3	-8,0	-6,4	-6,7	-7,1	-8,3	2,1
Otros edificios y Otras Construcciones	-12,0	-15,3	-16,7	-18,5	-11,0	-15,5	-12,2	-1,6
Activos Fijos Inmateriales	3,1	2,9	4,7	4,9	3,1	3,9	0,4	5,4
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-3,1	-3,8	-4,0	-4,3	-1,9	-3,8	-4,6	0,0
Exportaciones	2,4	2,9	4,3	3,4	7,6	3,3	6,3	8,2
Importaciones	-5,8	-5,1	-3,5	-4,5	-0,9	-4,7	-4,4	5,8
Saldo exterior (*)	2,4	2,4	2,4	2,5	2,3	2,5	3,4	1,1
PIB pm	-0,7	-1,4	-1,6	-1,6	0,4	-1,4	-1,1	1,1
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	-0,3	-1,0	-1,2	-1,5	1,0	-1,0	-0,7	1,0
PIB sin construcción	0,7	0,3	0,1	-0,1	2,1	0,2	0,1	1,2
Empleo total (EPA)	-4,0	-4,8	-4,6	-4,8	-1,9	-4,5	-3,8	-0,2
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	24,4	24,6	25,0	26,0	21,6	25,0	26,8	26,1
Empleo total (e.t.c.)	-3,7	-4,7	-4,6	-4,3	-1,7	-4,3	-3,4	-0,4

(*) Contribuciones al crecimiento; (e): estimación; (p): previsión
 Fuente: BBVA Research a partir de INE

La mejora de la actividad repercutirá positivamente sobre la creación de empleo en 2014

La ralentización del ritmo de deterioro de la actividad económica atenuará la destrucción de empleo durante el año actual, lo que no impedirá un repunte de la tasa de paro -que superará el 26% durante todo el 2013- a pesar de la caída esperada de la población activa. La recuperación del crecimiento en 2014 y la esperada mejora de la eficiencia del mercado de trabajo inducida por la reforma laboral aprobada en febrero del pasado año¹⁰ provocarán un aumento de la ocupación y una ligera reducción de la tasa de desempleo, especialmente durante la segunda mitad del ejercicio¹¹.

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

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

Mientras que la demanda externa se consolidará como soporte de la economía española, la interna dejará de contribuir negativamente al crecimiento a lo largo de 2014

En primer lugar, se espera que la consolidación fiscal siga contribuyendo negativamente al crecimiento a lo largo de todo 2013 y, de forma algo más moderada, en 2014. En particular, el impacto del deterioro cíclico de la economía sobre los ingresos y gastos públicos y el incremento en el coste de la deuda pública, hacen que el esfuerzo que queda por delante sea todavía significativo. Por lo tanto, y como consecuencia de las medidas ya anunciadas por el Gobierno, se espera que en 2013 el consumo público presente una caída del 7,2% en términos reales, mientras que la inversión en construcción no residencial lo haga en torno al 12,2%. Este tono contractivo de ambos componentes de la demanda pública se moderará a lo largo de 2014, situándose, según las previsiones de BBVA Research, en torno al -1,8% y -1,6%, respectivamente. En total, la reducción del déficit público sustraerá de la demanda interna alrededor de 3pp del PIB en 2013, cifra por debajo de los más de 4pp observados en 2012, mientras que en 2014 se prevé la implantación de medidas equivalentes a sólo 1pp del PIB. A pesar de lo anterior, la previsible desviación en torno a 1pp del PIB sobre el objetivo de déficit para 2012 (6,3% del PIB), junto con unas previsiones macroeconómicas del Gobierno más optimistas que las de BBVA Research, incrementan la probabilidad de incumplimiento del objetivo de estabilidad para 2013 (-4,5% del PIB). Aunque dicho escenario llevaría a la adopción de medidas de consolidación fiscal adicionales, tampoco se puede descartar una nueva flexibilización de los objetivos de déficit público como la ya acordada a mediados del año anterior. El significativo esfuerzo que está haciendo el país, junto con un entorno menos propicio para el crecimiento en un contexto de consolidación de las cuentas públicas lo justificarían.

En lo que respecta al consumo privado, el aumento de la imposición indirecta en 2012 y el empeoramiento previsto de algunos de sus determinantes anticipan una caída del gasto durante el presente año en torno al -2,8% y, en menor medida, durante el próximo (-0,3%). Así, el deterioro del empleo provocará una nueva disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de los hogares en 2013 y un estancamiento en 2014. Adicionalmente, el incremento del IVA en septiembre de 2012 -y la anticipación de compras que ha tenido lugar como consecuencia del mismo- seguirá teniendo un efecto contractivo relevante sobre el consumo a lo largo de los próximos meses. Además, la riqueza inmobiliaria real continuará retrocediendo durante todo el horizonte de predicción. Por el contrario, la recuperación de la riqueza financiera neta, la reducción de la tasa de ahorro de los hogares hasta niveles considerablemente por debajo de los registrados durante el ciclo precedente, la ausencia de presiones inflacionistas de demanda y el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos, amortiguarán la contracción esperada del consumo privado.

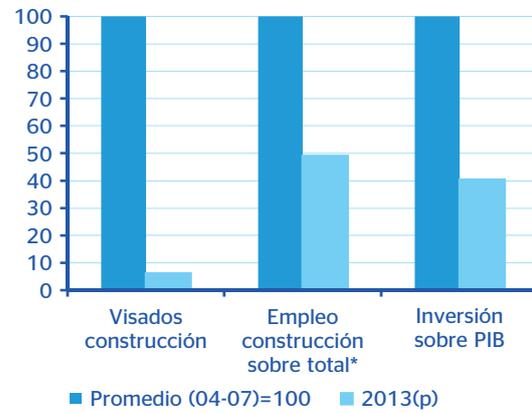
En materia de inversión en maquinaria y equipo, 2013 se presenta como el año de la transición entre la recaída de 2012 y la recuperación que se espera para 2014. Durante 2013 esta partida de la inversión seguirá presionada a la baja por la debilidad de la demanda interna y el todavía elevado coste de financiación, mientras que el buen comportamiento de las exportaciones continuará actuando como soporte (véase el Gráfico 18). Esto último, sin embargo, será todavía insuficiente para evitar una nueva contracción en el conjunto del año (-1,7% a/a). En contrapartida, la recuperación de la demanda doméstica y el mantenimiento del buen tono de la externa procurarán un crecimiento de esta partida de la demanda del 6,4% a/a en 2014.

Gráfico 18
España: exportaciones e inversión en maquinaria y equipo (2008=100)



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

Gráfico 19
Indicadores del sector inmobiliario en el periodo pre crisis y previsiones para 2013



(p): previsión
(*) el valor reflejado para 2013 se corresponde con el dato observado en el 3T12
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales nacionales

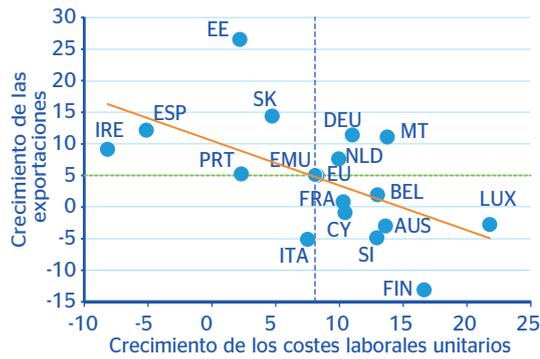
Del mismo modo, la contribución negativa de la inversión en vivienda al crecimiento de la demanda interna debería moderarse en la segunda parte de 2013. Durante este año, las decisiones de inversión seguirán marcadas por el proceso de desapalancamiento de las empresas del sector y, en consecuencia, la actividad se mantendrá en mínimos. Sin embargo, el ajuste por el lado de la oferta ha sido significativo, y podría estar cerca de su fin como lo muestra la fuerte reducción observada en el número de viviendas iniciadas o en el empleo en el sector (véase el Gráfico 19). Esto no quiere decir que durante los próximos años se pueda ver una recuperación vigorosa de la inversión, ya que la sobreoferta acumulada sigue siendo importante, pero sí que el ajuste está en marcha. Además, el mercado deberá enfrentarse a nuevas circunstancias que añadirán incertidumbre como el proceso de reestructuración del sistema financiero, la puesta en marcha de la Sareb, la eliminación de las ventajas fiscales a la compra y la subida del IVA, la reforma de la Ley de Arrendamientos Urbanos y la nueva regulación para las Socimi. De todas maneras, se espera que la sobreoferta de vivienda nueva vuelva a reducirse en 2013 -aunque de forma modesta- siguiendo la estela de 2012, el primer año en el que se ha producido un descenso significativo de este stock. De hecho, en algunas regiones como Cantabria, Navarra, País Vasco y Madrid los volúmenes de viviendas nuevas sin vender se sitúan actualmente en el entorno del 2% del parque residencial (frente a alrededor de un 4% para el total de España), relativamente cerca de lo que sería un nivel óptimo de inventarios (1,5% del parque). Este hecho evidencia que el desequilibrio del mercado inmobiliario en estas regiones está próximo a su corrección. Asimismo, se observa un fuerte dinamismo de la demanda de vivienda por parte de extranjeros, que podría consolidarse durante el presente año, una vez que la incertidumbre en los mercados financieros haya bajado y comience a haber un mayor apetito por el riesgo. Con todo, se espera que durante 2013 la inversión residencial se contraiga en torno a un 8,3% a/a y será a partir de 2014 cuando esta partida de la inversión comience a registrar tasas de crecimiento positivas aunque moderadas (+2,1% para el conjunto del año), tras siete años de descensos y una contracción acumulada superior al 50%.

En lo que respecta al sector exterior, el mayor dinamismo de la economía mundial en el bienio 2013-2014 ejercería de contrapeso al débil crecimiento de la UEM, propiciando el retorno de un ritmo exportador elevado. Así, a medida que se consolidan las mejoras de competitividad y los nichos de mercado en el exterior, el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios podría situarse en torno al 7% en promedio anual del período. Estas previsiones incluyen como supuesto una moderada apreciación del tipo de cambio efectivo real respecto al escenario

presentado hace tres meses. Sin embargo, como ya se ha explicado en publicaciones anteriores, aunque la reducción de los costes laborales unitarios parece estar ayudando a mantener el dinamismo de las exportaciones (véase el Gráfico 20), el impacto del tipo de cambio parece ser menos evidente y, de hecho, no puede explicar el buen comportamiento relativo de las exportaciones en el período anterior a la crisis¹².

Gráfico 20

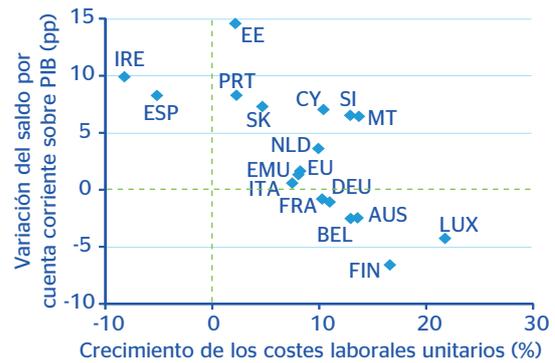
España: crecimiento acumulado de las exportaciones y de los costes laborales unitarios, 1T2008-3T2012 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 21

España: evolución de la cuenta corriente y de los costes laborales unitarios, 1T2008-3T2012



Valores positivos en el eje vertical indican una mejora en el saldo de la balanza por cuenta corriente, y viceversa.
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Como consecuencia del deterioro de la demanda interna, las importaciones de bienes y servicios se mantendrían en claro terreno contractivo durante 2013 (-4,1% a/a) y ganarían tracción a partir de 2014 (+5,7% a/a), momento en el que la demanda interna comenzaría a salir de una pronunciada dinámica contractiva. Durante el próximo bienio, el crecimiento económico vendría nuevamente de la mano de la demanda exterior neta y la economía española completaría el proceso de ajuste del déficit por cuenta corriente (véase el Gráfico 21).

12: En el Recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2012 se exploraba la relación entre tipo de cambio efectivo real y cuota exportadora para un conjunto de países avanzados desde finales de los años 90.

Recuadro 1. Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa¹³

Uno de los temas más controvertidos durante la actual crisis económica ha sido el efecto de las políticas fiscales sobre el crecimiento económico. En los últimos meses este debate se ha visto sacudido por los resultados del análisis realizado en el *World Economic Outlook* (octubre 2012) del FMI, recientemente ampliado por Blanchard y Leigh (2013). Según estos resultados, los ajustes fiscales podrían estar teniendo un efecto contractivo sobre el PIB mayor del esperado.

Los efectos estabilizadores de las políticas fiscales sobre el nivel de producción suelen medirse a través del multiplicador fiscal, que se define como la variación del PIB en términos relativos a la variación discrecional del déficit público (gasto, G^* , menos ingresos públicos, T^*), una vez eliminada la parte cíclica debida a los estabilizadores automáticos:

$$\Delta PIB / (\Delta G^* - \Delta T^*)$$

En un interesante artículo de 2009 en el *Wall Street Journal*, Robert Barro explicaba de manera muy sencilla cómo interpretar el multiplicador fiscal. Cuando el multiplicador es igual a la unidad, si el gobierno compra un avión o construye un puente, la producción total de la economía aumenta exactamente lo suficiente como para fabricar ese avión o construir el puente sin que se reduzca la producción del resto de bienes, manteniendo inalterados el consumo y la inversión del sector privado. Si el multiplicador es mayor que la unidad, para Barro “el proceso es aún más maravilloso”: además de aumentar la producción en ese avión o puente, el PIB aumenta aun más porque lo hace el consumo y/o la inversión privados.

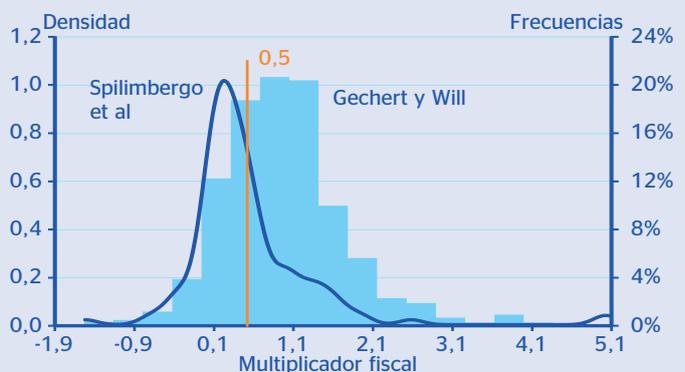
¿Por qué es importante que el multiplicador sea mayor o menor para el ajuste fiscal? Si el multiplicador es muy elevado, los efectos negativos de la austeridad fiscal sobre el PIB podría provocar una disminución de los ingresos superior al ahorro esperado ex-ante con el ajuste. En esa situación, la consolidación fiscal podría ser autodestructiva, por lo que algunos economistas (e.g., De Long y Summers, 2012) han llegado a defender incluso que habría que aumentar el gasto público para que el déficit disminuya.

En la práctica, la evidencia empírica proporciona valores muy diversos del multiplicador fiscal por varias razones. Primero, porque es difícil aislar los efectos de las políticas de estímulo fiscal de otras perturbaciones que afectan a la economía simultáneamente. Segundo, porque el multiplicador fiscal depende de la composición del estímulo fiscal y de las características específicas de cada economía

ante determinadas situaciones que son variables en el tiempo. Ejemplos de estas características son el grado de apertura externa, el régimen del tipo de cambio, la respuesta de la política monetaria, la situación de estrés en la que se encuentren las cuentas públicas, la existencia de restricciones de crédito en el sistema financiero, el nivel de endeudamiento externo y del sector privado, el porcentaje de los agentes que consume solo en función de su renta corriente, o si la medida de estímulo a corto se anuncia simultáneamente con medidas de consolidación a largo plazo.

Como ejemplo de la diversidad existente en las estimaciones de los multiplicadores fiscales, el Gráfico 22 muestra la elevada dispersión en los valores que se recogen en dos panorámicas de la literatura. La línea del Gráfico 22 (escala izquierda) es la función de densidad de los multiplicadores que recopilan Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009), cuyo rango va desde -1,5 hasta 5,2, con una media de 0,54. Gechert y Will (2012) analizan una muestra más amplia de 89 estudios con la que realizan un meta-análisis de 754 multiplicadores fiscales, cuya distribución de frecuencias se representa a través de las barras del Gráfico 22 (escala derecha). Estos autores concluyen que el multiplicador varía entre 2,82 (el impacto máximo de un gasto militar, en modelos neo-keynesianos de equilibrio general cuando los tipos de interés alcanzan el límite cero) y -1,3 (efecto de un aumento de transferencias en un modelo de ciclo real cuando las importaciones suponen un 50% del PIB).

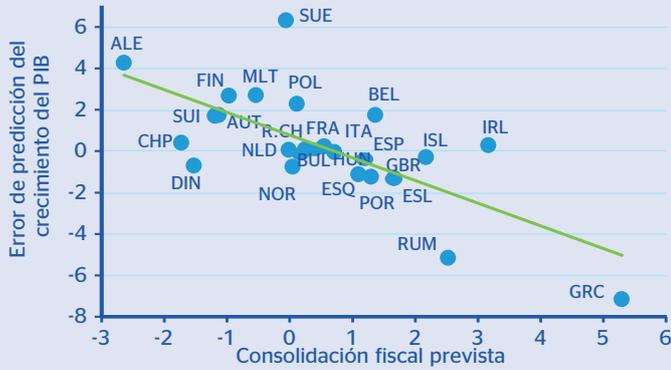
Gráfico 22
Multiplicadores fiscales: función de densidad y distribución de frecuencias de dos panorámicas



Fuente: estimación propia a partir de la panorámica de Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009) y Gechert y Will (2012)

13: Este recuadro resume los resultados de un Observatorio Económico (Andrés y Doménech, 2013) de próxima publicación.

Gráfico 23
Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11



Fuente: Blanchard y Leigh (2013)

Antes de la crisis solía aceptarse como regla general un multiplicador fiscal igual a 0,5. Este ha sido el multiplicador utilizado normalmente para evaluar las consolidaciones fiscales estos años atrás (FMI, 2010). Sin embargo, los resultados de Blanchard y Leigh (2013) han cuestionado este valor al encontrar errores sistemáticos en las previsiones de crecimiento del PIB de 2010 y 2011, que estaban negativamente correlacionados con las previsiones de consolidación fiscal para esos dos años.

La evidencia se resume en el Gráfico 23, utilizando una muestra de 26 países europeos. En el eje horizontal se muestra la consolidación fiscal prevista en 2010 por el FMI para 2010 y 2011, y en el eje vertical el error de previsión en el crecimiento del PIB para esos dos años. Bajo la hipótesis de eficiencia en el uso de la información disponible, el error de previsión no debería estar correlacionado con la consolidación fiscal prevista. Sin embargo, en el Gráfico 23 el coeficiente de regresión entre ambas variables es -1,095 y es estadísticamente significativo (con un t-ratio igual a -4,85).

Puesto que en las previsiones del FMI para el PIB se tienen en cuenta los ajustes fiscales previstos, la conclusión que extraen Blanchard y Leigh es que los multiplicadores han sido superiores. Si en promedio el multiplicador utilizado fue 0,5, la evidencia sugiere que el multiplicador fiscal en 2010 y 2011 podría haber sido igual a 1,6 (0,5+1,095).

Aunque Blanchard y Leigh interpretan estos resultados con bastante cautela, lo cierto es que la lectura que se ha hecho de los mismos ha llevado a que una mayoría acepte que los multiplicadores fiscales son superiores a la unidad y que la política de austeridad fiscal que están llevando algunos países europeos deba cuestionarse.

¿Cuán robustos son estos resultados? En respuesta a una crítica de Giles (2012a y b), Blanchard y Leigh realizan distintas pruebas de robustez que indican que los resultados dependen de los países y periodos analizados, pero que el multiplicador fiscal es, en general, superior a la unidad y estadísticamente significativo cuando se excluye Alemania y Grecia.

Un análisis más detallado de la evidencia que muestra el Gráfico 23 sugiere que los resultados de Blanchard y Leigh se ven muy influidos por un tercer país: Rumanía. En el Gráfico 24 se analiza la relación entre la consolidación fiscal prevista y el error de predicción en el crecimiento económico para Alemania, Grecia y Rumanía, obteniendo una relación claramente negativa (la pendiente de la recta es igual a -1,49). Por su parte el Gráfico 25 muestra la regresión para los 23 países restantes. En este caso la correlación es mucho más pequeña y ya no es estadísticamente significativa (el coeficiente de regresión disminuye a -0,347). Por lo tanto, en esta muestra de 23 países europeos, entre los que se encuentra España, no puede concluirse que el ajuste fiscal haya afectado al crecimiento de una manera más intensa de la prevista. Los mismos resultados se obtienen cuando se analizan las previsiones de la Comisión Europea, la OCDE y Euro *Intelligence Unit*. En otras palabras, los resultados que se obtienen para Alemania, Grecia y Rumania no pueden generalizarse al resto de países, y sugiere que en esos tres casos concretos es necesario realizar un análisis más detallado de las razones por las que los errores de previsión fueron tan importantes.

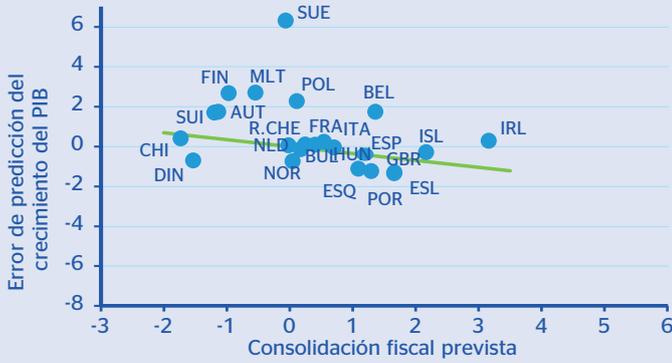
Gráfico 24
Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11



Fuente: estimación propia a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013)

Gráfico 25

Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11



Fuente: estimación propia a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013)

En resumen, de los resultados anteriores y de la revisión de la abundante literatura empírica existente se extraen las siguientes conclusiones:

- el multiplicador depende del tipo de medida fiscal: la composición importa,
- el multiplicador depende de las características específicas de cada economía,
- aunque como regla general un multiplicador fiscal entre 0,5 y 1 es una aproximación aceptable, las distintas combinaciones de medidas, países y periodos hace que el multiplicador fiscal tenga un rango de variación muy amplio.

Estos resultados indican que los efectos estabilizadores de las políticas fiscales, sean de estímulo o de ajuste, ha de valorarse cuidadosamente, con un análisis coste/beneficio lo más detallado posible para cada caso concreto, en función de la economía y del momento en el que se aplican.

De igual manera que al inicio de la crisis se defendía que las políticas fiscales expansivas apropiadas deberían ser TTT (el acrónimo en inglés de *Timely, Targeted y Temporary*), ahora las políticas de ajuste y consolidación fiscal deben

ser TTP: *Timely, Targeted y Permanent*. *Timely*, porque deben llevarse a cabo con un ritmo adecuado para que sean efectivas en la reducción del déficit sin perjudicar más de lo necesario al crecimiento, y creíbles ante los mercados financieros que financian a los gobiernos. *Targeted* porque no todos los gastos (ingresos) públicos han de reducirse (aumentar) por igual, puesto que no todas las políticas de gasto son igualmente eficaces, ni tienen los mismos efectos sobre el crecimiento y sobre la distribución de sus costes entre los agentes económicos. Y *Permanent* porque la única manera de reducir el déficit fiscal estructural es mediante políticas de ajuste con efectos permanentes sobre las cuentas públicas.

Referencias

Andrés, J. y R. Domenech (2013): "Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa". Observatorio Económico, BBVA Research (de próxima publicación).

Barro, R. (2009): "Government Spending Is No Free Lunch". The Wall Street Journal. 22 de enero.

Blanchard, O. y D. Leigh (2013): "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers". IMF Working Paper WP/13/1.

DeLong, B. y L. H. Summers (2012): "Fiscal Policy in a Depressed Economy". Brookings Papers on Economic Activity, Spring.

FMI (2010): *World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing*. Octubre.

FMI (2012): *World Economic Outlook. Coping with High Debt and Sluggish Growth*. Octubre.

Gechert, S. y H. Will (2012): "Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis," IMF Working Paper 97-2012.

Giles, C. (2012a): "Has the IMF proved multipliers are really large? (wonkish)". *Financial Times*, 12 de octubre.

Giles, C. (2012b): "Robustness of IMF data scrutinized". *Financial Times*, 12 de octubre.

Spilimbergo, A., S. Symansky y M. Schindler (2009): "Fiscal Multipliers". IMF Staff Position Note SPN/09/11.

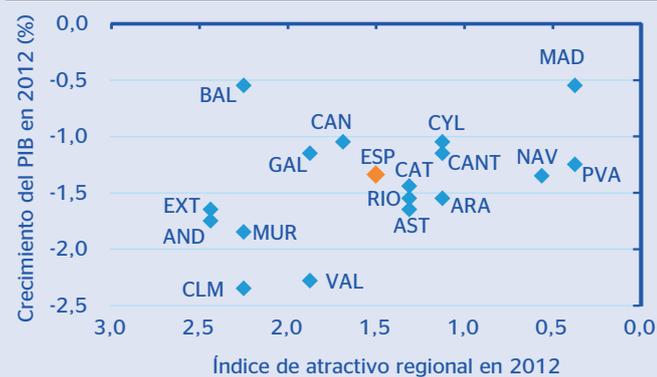
Recuadro 2. El ajuste fiscal y el sector exterior marcan las divergencias regionales

A lo largo de 2012 se mantuvo la heterogeneidad en los comportamientos regionales apoyada básicamente en tres factores: el ritmo de corrección de los desequilibrios acumulados por el sector privado, la continuación del proceso de ajuste fiscal y el comportamiento de las exportaciones (tanto de bienes como de servicios).

El primer aspecto relevante que limita las posibilidades de recuperación tiene que ver con los desequilibrios acumulados por el sector privado en el período anterior a la crisis y en su ritmo de absorción. Aunque ya han sido comentados en ediciones anteriores de esta misma publicación¹⁴, factores como el apalancamiento de empresas y familias, la sobreoferta de vivienda nueva o la tasa de paro continúan limitando el comportamiento del consumo privado y la inversión empresarial. En particular, las comunidades del sur y oeste peninsular junto con Canarias son las que continúan experimentando un mayor freno en el comportamiento de su demanda interna, mientras que las comunidades del norte de España y Madrid presentan una ventaja relativa, que continúa reflejándose en una menor caída del consumo y de la inversión doméstica. En ambos casos, este proceso se mantendrá a lo largo de 2013, pudiéndose observar a finales de año que en algunas comunidades estas correcciones podrían estar llegando prácticamente a su fin (ver Gráficos 26 y 27).

Gráfico 26

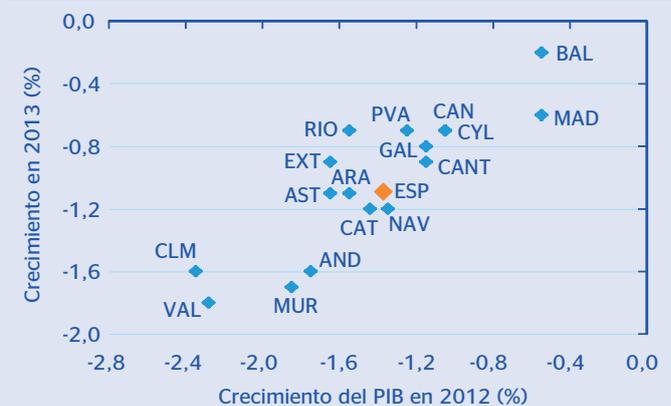
Crecimiento del PIB regional en 2012 e índice de atractivo regional



Fuente: BBVA Research

Gráfico 27

Previsiones de PIB regional en 2012 y 2013 (%)



Fuente: BBVA Research

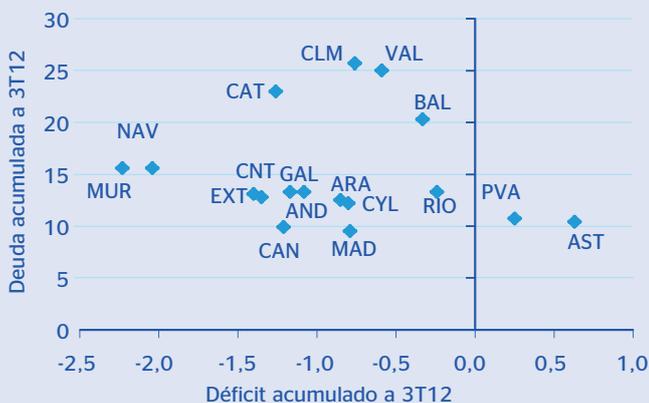
El segundo factor que influirá en la evolución de la actividad durante los próximos trimestres será el ajuste fiscal. En particular, el crecimiento por comunidad autónoma estará afectado por: a) el grado de desviación respecto al objetivo de déficit de 2012 (1,5% del PIB), los motivos detrás del incumplimiento y el tipo de políticas que se pongan en marcha para corregir dicha desviación en caso de ser necesario; b) el cambio en las transferencias provenientes del Estado como consecuencia de la implementación del sistema de financiación autonómica y c) la posibilidad de acceder a los mercados de capital para financiar el desequilibrio en las cuentas públicas. Así, aunque a principios de 2012 todas las comunidades presentaron planes de ajuste que debían permitir el cumplimiento del objetivo de déficit para dicho año, existe una elevada probabilidad de que en algunas de ellas, no sea posible, dado el avance observado en los datos de ejecución al tercer trimestre de 2012 (véase el Gráfico 28). En la mayoría de los casos en los que se vislumbra un potencial incumplimiento, buena parte de la previsión estaba apoyada en unas expectativas de ingresos superiores a los reales, junto con medidas de ajuste del gasto que se habrían aplicado de forma tardía o parcial. Ello supone que el esfuerzo fiscal en estas comunidades habría sido menor que el esperado, redundando en una menor contracción del PIB de la que se hubiera producido en caso de haberse cumplido el objetivo.

14: Véase, al respecto, la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012, disponible en: http://www.bbva.com/SituacionEspana_tcm346-326621.pdf?ts=2912013

En particular, en el mes de abril cada comunidad autónoma realizó un Plan Económico y Financiero (PEF) para corregir el incumplimiento del déficit de 2011 y el desfase con el que se habían realizado los presupuestos iniciales para el año 2012. Las medidas, centradas en el gasto en la mayoría de comunidades, debían permitir alcanzar el objetivo de déficit del 1,5%, aunque el grado de implementación de las mismas hasta septiembre (último periodo del que hay datos) parece mostrar que la puesta en marcha estaba siendo lenta (véase el Gráfico 29). Así, para el conjunto de las comunidades, el grado de ejecución de estas medidas hasta septiembre se situaba en el 42% del importe previsto (30% en las medidas de ingresos y 47% en las de gasto), si bien con una elevada dispersión. Téngase en cuenta, además, que Andalucía, Asturias, Aragón, Castilla-La Mancha, Baleares, la Comunidad Valenciana, Cataluña y Murcia incorporan, como parte de sus medidas de aumento de los ingresos, la venta de activos. La imposibilidad para hacer efectivas la mayoría de estas operaciones justifica que sean estas comunidades las que muestran una menor ejecución de sus medidas de ingresos. Ello pone en duda la probabilidad de cumplimiento del PEF (y por tanto, del objetivo de déficit) en buena parte de ellas.

Gráfico 28

Déficit y deuda de las administraciones autonómicas en 3T12 (% del PIB)



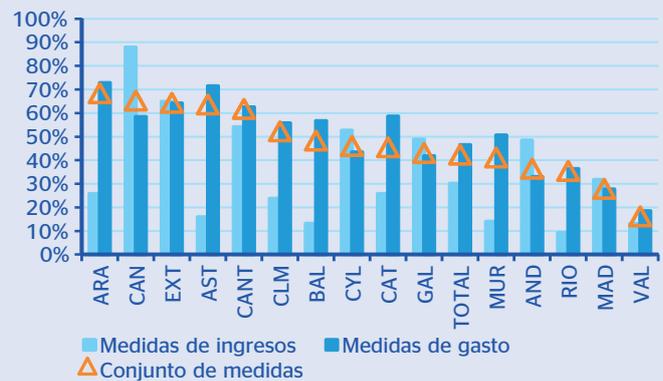
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

La contrapartida de este hecho es que, en principio, el ajuste debería trasladarse a 2013, año en el que el objetivo de déficit autonómico es del 0,7% del PIB. No obstante, los presupuestos aprobados por todas las comunidades asumen, como punto de partida, el cumplimiento del objetivo de 2012, lo que supone que aquellas que hayan incumplido deberán presentar (al igual que sucedió en el año anterior) planes de ajuste adicionales que entrarían en

vigor a lo largo del año y que deberían de incluir el esfuerzo suficiente para lograr el objetivo.

Gráfico 29

Grado de ejecución en el tercer trimestre de 2012 de las medidas de consolidación fiscal planteadas en los PEF de abril de 2012



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Como hasta la fecha dichas medidas aún no han sido planteadas -siendo, por tanto, imposible evaluar su impacto en la actividad económica-, las previsiones aquí contempladas asumen sólo las políticas fiscales anunciadas hasta el cierre de esta publicación. Más aún, existe una creciente probabilidad de que se flexibilice el objetivo de déficit para el conjunto de las administraciones públicas como consecuencia del deterioro que se observa en la evolución de los ingresos y gastos públicos, producto de la recesión y a pesar de las medidas implementadas. Si la mayor flexibilidad alcanzara a los objetivos de las comunidades autónomas beneficiaría en mayor medida a aquellas regiones menos expuestas al ciclo económico, es decir, aquellas que se enfrentan a una menor probabilidad de ver caer sus ingresos durante 2013. Lo anterior no es una consecuencia directa de la flexibilización del objetivo en sí, sino de la restricción que supone pedir una misma meta de déficit a regiones con un alto nivel de heterogeneidad y exposición a los desequilibrios acumulados en el período anterior a la crisis.

Por otro lado, a los ajustes necesarios para compensar la desviación de 2012 y alcanzar el objetivo de 2013, se añaden los cambios en el volumen de transferencias del Estado durante el presente año. Estos se derivan de dos fuentes. En primer lugar, los provenientes del reajuste de las variables de distribución de las transferencias del Estado a las comunidades, como consecuencia de la aplicación de la suficiencia dinámica del actual sistema de financiación autonómica. Como resultado, el peso de las entregas a cuenta de los recursos del sistema previstos en los

Presupuestos Generales del Estado para 2013 aumenta en algunas comunidades, lo que supondrá una mejora de sus ingresos que, en el caso de Cantabria o Extremadura alcanza 9 y 8 décimas de su PIB, respectivamente, respecto a 2012, o 6 décimas en el caso de La Rioja (véase el Cuadro 2)¹⁵.

En segundo lugar, en 2013 se realiza la liquidación definitiva de los recursos correspondientes al año 2011, compensando las diferencias entre las entregas a cuenta realizadas durante ese año y lo efectivamente devengado por las comunidades, tanto por los impuestos cedidos como por los Fondos de Suficiencia Global y de Garantía. Debido al error de previsión cometido con los ingresos del año 2010, la liquidación de ingresos a cuenta percibida en 2012 resultó especialmente positiva para algunas comunidades (por ejemplo, Madrid). Ello supone, por tanto, un aumento o una merma de ingresos (en este caso, no permanente) para algunas comunidades.

Cuadro 2

Cambio en la financiación por entregas a cuenta entre 2012 y 2013 en las CC.AA. de régimen común

	Variación (% PIB)			En Mill. €
	Por diferencia de liquidaciones de años anteriores (1)	Por diferencia de transferencias (2)	Total (3)=(1)+(2)	
	Andalucía	0,1	0,3	
Aragón	-0,1	0,3	0,2	63,90
Asturias	-0,1	0,3	0,2	35,25
Baleares (Illes)	0,3	-0,4	-0,1	-22,52
Canarias	0,3	0,1	0,3	143,84
Cantabria	-0,5	0,9	0,4	46,51
Castilla y León	-0,1	0,3	0,2	95,97
Castilla-La Mancha	-0,4	0,4	0,0	-13,38
Cataluña	0,0	0,1	0,0	37,15
Extremadura	-0,3	0,8	0,4	74,52
Galicia	-0,1	0,3	0,2	122,02
Madrid	-0,5	0,0	-0,5	-998,81
Región de Murcia	0,1	0,2	0,3	75,37
La Rioja	-0,6	0,6	0,0	3,17
C. Valenciana	0,2	-0,1	0,1	119,39
Total CC.AA.	-0,1	0,1	0,0	437,40

Fuente: MINHAP y BBVA Research

Por último, la necesidad de ajuste fiscal de las comunidades autónomas se ve afectada por el volumen de deuda y las necesidades de refinanciación de la misma. Las comunidades con menor volumen de deuda están aprovechando la ventana de oportunidad de principios de 2013 para financiarse en los mercados, mientras que las que tienen un mayor nivel de apalancamiento, con un acceso todavía difícil y caro a los mercados -cuando no cerrado-, ven como incluso accediendo al Fondo de Liquidez Autonómica (FLA) se incrementa su carga financiera. Ello supone, por tanto, esfuerzos diferenciales en la reducción del gasto (o en el aumento de la presión fiscal) para intentar lograr los objetivos de déficit, afectando negativamente al crecimiento. Más aún, esta restricción de liquidez incrementa los riesgos de que las comunidades utilicen a sus proveedores como fuente de financiación, retrasando los pagos y transmitiendo la corrección de la actividad a nivel local.

En todo caso, incluso si durante 2013 alguna comunidad no cumple con el objetivo de déficit, sí deberían haber avanzado en el ajuste fiscal, dejando ya una parte menor para 2014. Por tanto, este factor perdería fuerza como limitación del crecimiento del próximo año, sobre todo, en aquellas regiones con niveles de deuda relativamente reducidos. Hacia delante, hay que recordar que existe un límite constitucional al endeudamiento autonómico (13% del PIB) y que la distancia actual respecto a dicho techo es sustancial en algunas comunidades, por lo que el esfuerzo fiscal deberá continuar en ellas más allá de 2014.

El tercer factor relevante para la determinación del crecimiento es el comportamiento del sector exterior. El freno de la economía europea observado en 2012 ha tenido su reflejo tanto en la evolución de las exportaciones como en las entradas de turismo extranjero. Tras dos años de fuerte crecimiento en ambos casos, tanto unas como otras mostraron un claro agotamiento en 2012. Las exportaciones de bienes crecieron un 3% nominal hasta noviembre (último dato publicado), mientras que las entradas de viajeros extranjeros en hoteles se incrementaron un 1,5%, tras haber mostrado ambas variables crecimientos de dos dígitos en 2011¹⁶.

En el comportamiento de las exportaciones regionales se detectan, en los últimos años, dos factores relevantes. Por un lado, el aumento de la internacionalización, mayor en las comunidades que tenían un peso más reducido de las exportaciones, y que se refleja en el mayor crecimiento promedio de sus exportaciones desde el inicio de la crisis.

15: Para un análisis más a fondo de la financiación de las CCAA, véanse entre otros: BBVA Research (2013), WP13/03; *El sistema de financiación regional: la liquidación de 2010 y algunas reflexiones sobre la reciente reforma*, disponible en: http://www.bbva.com/bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1303_tcm346-364251.pdf?ts=722013. BBVA Research (2012) WP 12/27, *Algunas propuestas para la reforma del sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común*, disponible en: http://www.bbva.com/bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1227_tcm346-362203.pdf?ts=722013, o BBVA Research (2012) WP12/23 *El nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009 y 2010*, disponible en http://www.bbva.com/bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1223_tcm346-360838.pdf?ts=722013

16: Véase, al respecto, la Sección 2 de esta misma publicación.

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Por el otro, la correlación relevante entre el crecimiento de las exportaciones regionales y el de la UEM, lo que no es de extrañar cuando, en media, este destino supone más del 60% de las exportaciones. Dada la inercia que muestran las regiones con un menor peso de las exportaciones, es previsible que éstas puedan experimentar, nuevamente, un crecimiento algo mayor de las exportaciones en 2013 que las regiones ya consolidadas como exportadoras. No obstante, este mayor crecimiento no será suficiente para compensar el menor peso y, por tanto, la contribución al crecimiento del PIB seguirá siendo inferior en las regiones con un sector exterior más reducido (véase Gráfico 30)¹⁷.

Gráfico 30
Peso y crecimiento de las exportaciones al extranjero (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Algo parecido puede suceder con el turismo. Tras el elevado crecimiento de años anteriores, las economías con un fuerte peso del turismo exterior han visto como la llegada de turistas extranjeros ha experimentado un ligero freno (notable en el caso de Canarias) que podría verse corregido en 2013 con la mejoría de las economías de los principales mercados emisores. En todo caso, un pequeño crecimiento del turismo exterior en las comunidades mediterráneas e insulares supone una mayor contribución al crecimiento que la que se pueda observar en las comunidades del norte o del interior –a excepción de Madrid– donde el peso del turismo es mínimo y continúa apoyado en una demanda interna débil.

En definitiva, se espera que para 2013 los efectos de la consolidación fiscal y de la corrección de los desequilibrios internos predominen, en general, sobre las noticias positivas provenientes del sector exterior. Hacia 2014, con un escenario algo más benigno para el conjunto de Europa, sin cambios relevantes en lo referente al resto del mundo y habiéndose avanzado en el proceso de ajuste interno y de consolidación fiscal, podría empezar a observarse una recuperación de la convergencia interregional en un entorno de crecimiento positivo, en el que el sector exterior podría contribuir positivamente dada la ganancia de cuota prevista en las comunidades menos abiertas.

Cuadro 3
España: crecimiento del PIB real por CC.AA.

	2011	2012	2013	2014
Andalucía	0,0	-1,7	-1,6	1,1
Aragón	0,3	-1,5	-1,1	1,3
Asturias	-0,1	-1,6	-1,1	1,0
Baleares	1,6	-0,5	-0,2	1,4
Canarias	1,7	-1,0	-0,7	1,0
Cantabria	0,5	-1,1	-0,9	1,1
Castilla y León	1,1	-1,0	-0,7	1,4
Castilla-La Mancha	-0,4	-2,3	-1,6	0,8
Cataluña	0,6	-1,4	-1,2	1,2
Extremadura	-0,9	-1,6	-0,9	1,0
Galicia	-0,1	-1,1	-0,8	1,2
Madrid	0,6	-0,5	-0,6	1,4
Murcia	0,0	-1,8	-1,7	0,8
Navarra	1,4	-1,3	-1,2	1,1
País Vasco	0,8	-1,2	-0,7	1,2
Rioja (La)	0,9	-1,5	-0,7	1,2
C. Valenciana	-0,2	-2,3	-1,8	0,7
España	0,4	-1,4	-1,1	1,1

Fuente: BBVA Research

17: El crecimiento de las exportaciones de Murcia está especialmente afectado por la puesta en marcha en noviembre de 2011 de una refinería de petróleo en Escambreras, que ha multiplicado los flujos de combustible. Una vez estabilizada la producción, las tasas de crecimiento deberían tender a una mayor estabilización.

Recuadro 3. Avanza la reestructuración del sistema financiero español

En los últimos meses la situación del sistema financiero español ha avanzado de forma importante, dándose los pasos adecuados para restaurar la confianza. Así, se han cuantificado las inyecciones de capital público necesarias en 39 mil millones de euros, muy por debajo de los 100 mil millones de financiación disponibles, y se han empezado a desembolsar. En total se habrá inyectado capital público por un importe equivalente a alrededor del 5% del PIB, que es asumible y está en línea con lo que se ha necesitado en otros países europeos. Además, antes de terminar 2012 se realizaron las transferencias a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) de los activos inmobiliarios de las entidades clasificadas en el Grupo 1¹⁸, por valor de 36 mil millones de euros. En los próximos meses las entidades del Grupo 2 harán lo propio por un importe estimado en torno a 15 mil millones de euros.

Actualmente, siguiendo las directrices de Bruselas, las entidades con problemas de solvencia están en pleno proceso de ajuste de su capacidad instalada, preparando planes de salida a Bolsa y, en algunos casos, en negociaciones de integración o fusión con otras entidades.

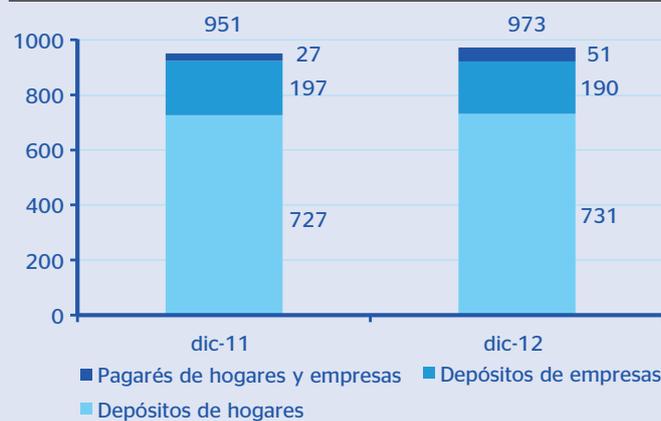
Las medidas para recapitalizar la parte del sistema financiero español con problemas de solvencia (muy acotada y que representa sólo un 30% de los activos) han permitido que mejore la disponibilidad de liquidez del resto de entidades de crédito. Algunas entidades han conseguido salir al mercado, aunque todavía a precios elevados. Esto ha facilitado la reducción de la dependencia de la financiación del Banco Central Europeo (BCE) a finales de 2012 y la devolución en 2013 de parte de la liquidez obtenida en las subastas extraordinarias.

El mejor entorno de liquidez que afecta a las entidades de crédito está siendo aprovechado por el resto de empresas y por la administración pública. El mejor tono de los mercados se empieza a apreciar en todas las fuentes de financiación mayorista. Así, el mercado de repos vía las cámaras de compensación está retomando el crecimiento, apoyado en la reciente reducción de los costes de utilización de colaterales españoles (por la mejoría de la prima de riesgo). Además, el mercado de emisiones se está abriendo para las entidades más solventes, aunque a precios más elevados que los de pre-crisis.

La suma de pagarés y depósitos en manos de hogares y empresas aumentó 21 mil millones de euros en 2012, lo que confirma que, a pesar de que en algunos periodos del año se han producido salidas puntuales de depósitos, no cabe hablar de una "fuga" de depósitos en el conjunto de 2012, una vez depuradas las estadísticas.

Gráfico 31

España: recursos de hogares y empresas residentes (miles de millones €)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España y AIAF

Por otra parte, las entidades han realizado un gran esfuerzo de provisiones, en parte, para cumplir con los dos reales decretos ley promulgados sobre las exposiciones inmobiliarias. Estos gastos, junto con la peor situación económica han erosionado la rentabilidad de las entidades.

Para que la confianza en el sistema financiero español continúe mejorando, los próximos pasos consisten en terminar de implementar los planes actuales. En concreto, se debe seguir avanzando en: i) finalizar la reestructuración de las entidades menos solventes, mediante la rápida subasta de las intervenidas, para evitar ineficiencias y el ajuste de la capacidad instalada; ii) iniciar la liquidación de los activos de la Sareb y iii) continuar con el proceso de desapalancamiento de los segmentos más endeudados, haciéndolo compatible con la provisión de crédito a la demanda solvente.

Respecto a este último punto, las estadísticas del Banco de España parecerían indicar que la moderación del saldo vivo está ocurriendo a la vez que se frena la caída de las nuevas operaciones de crédito al sector privado. Sin embargo, el Banco de España engloba dentro de esta categoría a operaciones muy diversas, como refinanciaciones, novaciones o subrogaciones, que poco tienen que ver con el nuevo negocio. Para poder juzgar el éxito de la reestructuración del sistema financiero es necesario disponer de estadísticas más adecuadas. Un desglose de la nueva financiación por sectores económicos y por tamaño de las empresas facilitaría la evaluación de las medidas implementadas.

18: Para una descripción de cómo se dividieron las entidades financieras por grupos, ver BBVA Research (2012), "El proceso de reestructuración del sistema financiero español", en Situación España, cuarto trimestre.

Gráfico 32

España: crédito al sector privado (miles de millones €, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Aunque la implementación del Memorando de Entendimiento (MoU, por sus siglas en inglés) se está haciendo de manera ordenada y cumpliendo con el ambicioso calendario, algunos de los compromisos aún deben ejecutarse. En el mes de marzo el sistema financiero español tendrá una nueva normativa de registro de los créditos, de la que ya existe un borrador que está en proceso de consulta. En el medio plazo se debe revisar la problemática de concentración crediticia y las operaciones con partes vinculadas.

Nuevas iniciativas para impulsar la financiación a PYMES

Una de las claves para la recuperación sostenida de la economía y del empleo en España reside en la reactivación de la financiación a las pequeñas y medianas empresas (PYMES). Es por ello que se están desarrollando iniciativas, públicas y privadas, para impulsar la financiación, tanto bancaria como no bancaria a estas compañías.

Las medidas de reactivación más adecuadas son aquellas que satisfacen tres criterios simultáneamente: i) tienen mayores efectos potenciales sobre la financiación de las empresas, ii) dan lugar a efectos más rápidos a corto plazo y iii) suponen un menor impacto presupuestario en las administraciones públicas.

Así, por el lado de la financiación bancaria las Líneas ICO Mediación podrían dotarse de mayor flexibilidad, principalmente en cuanto a los precios a aplicar a las empresas con mayor perfil de riesgo. Para fomentar la financiación del circulante, serían útiles medidas como la reducción del coste fiscal de los documentos de giro de alta calidad (para facilitar su descuento), el fortalecimiento mediante garantías públicas de las aseguradoras comerciales (Crédito y Caución, Cesce...), la cesión parcial del derecho de cobro de la devolución del IVA a los bancos para que puedan adelantarlos a las empresas o la creación de una plataforma de negociación de efectos comerciales.

Sería interesante también potenciar la internacionalización de las PYMES, ya sea mediante líneas ICO o mediante el fomento de los avales públicos o privados. También existen iniciativas para impulsar las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) haciéndolas más solventes y de mayor tamaño. Una mejor coordinación e incluso consolidación de las SGR regionales, así como impulsar sus sinergias con el ICO, mejorarían su eficiencia.

Por la parte regulatoria, existen varias iniciativas para disminuir el consumo de capital de los préstamos a PYMES. Se está debatiendo la propuesta del Parlamento de reducir los pesos en activos ponderados por riesgo de estas exposiciones,

Por el lado de la financiación no bancaria, el impacto esperado es más a medio o largo plazo. Entre las nuevas iniciativas planteadas está la creación de un Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) ágil y eficiente que, en un principio, estaría concentrado en emisiones de empresas de tamaño mediano y grande. Para su desarrollo es imprescindible contar con empresas de calificación locales.

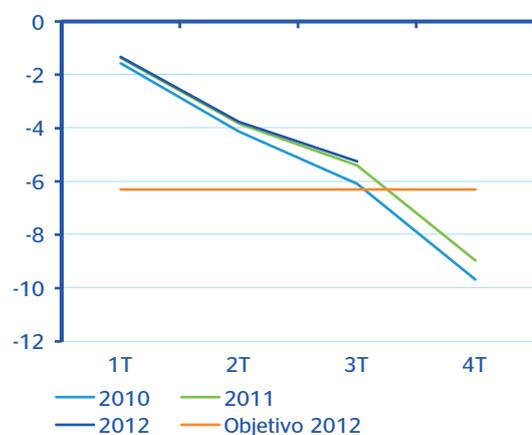
Adicionalmente, hay medidas que impulsan la inversión en el capital de las PYMES mediante la cofinanciación pública-privada. En este grupo se pueden clasificar iniciativas como el capital semilla (o *business angels*), el *venture capital*, los fondos de fondos o el *crowdfunding* (o financiación *peer-to-peer*). Sería interesante impulsarlas mediante incentivos fiscales y, en algunos casos, mediante un desarrollo normativo o códigos de buenas prácticas que les den seguridad jurídica.

4. La reducción del déficit público se acelera a pesar del deterioro de la economía

El balance de las finanzas públicas al tercer trimestre del 2012, último dato publicado al cierre de esta revista, arrojaba un resultado modesto de cara al cumplimiento de los objetivos de final de año, aunque positivo teniendo en cuenta la mejora que se está produciendo en un contexto de deterioro de la economía. Lo anterior implica que la probabilidad de observar un incumplimiento de la meta establecida (6,3% del PIB) se ha elevado considerablemente. Sin embargo, el Gobierno ha mostrado capacidad para reducir el déficit público en un entorno recesivo, lo que debería mejorar las perspectivas sobre la sostenibilidad de la deuda pública española.

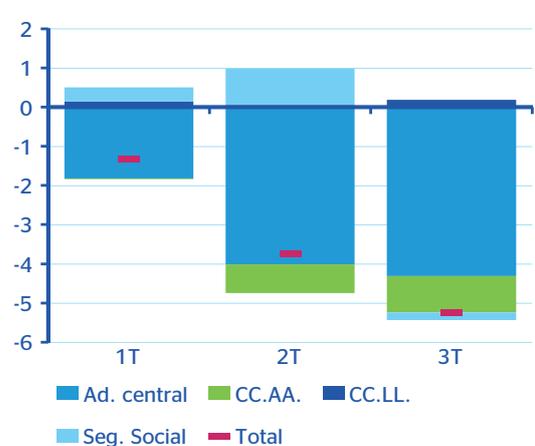
El déficit acumulado del conjunto de las administraciones públicas españolas se incrementó 1,5pp a lo largo del tercer trimestre de 2012, situándose en el -5,2% del PIB -una vez excluido el importe de las ayudas a las instituciones financieras (0,9pp del PIB) y a poco más de 1pp del objetivo de final de año (véase el Gráfico 33). Por agentes, (véase el Gráfico 34), el incremento del déficit público estuvo concentrado en la Seguridad Social, que cerró el 3T12 con un déficit del 0,2% del PIB, frente al superávit de casi 1pp que había acumulado durante los seis primeros meses del año. Por su parte, tanto la administración central como las comunidades autónomas moderaron el ritmo de crecimiento del déficit en el 3T12 hasta situarlo en el 4,3% y el 0,9% del PIB, respectivamente.

Gráfico 33
España: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación de las AA.PP. (*) (acumulado al año; % PIB)



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

Gráfico 34
España: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación por subsectores de las AA.PP. en 2012(*) (acumulado al año; % PIB)



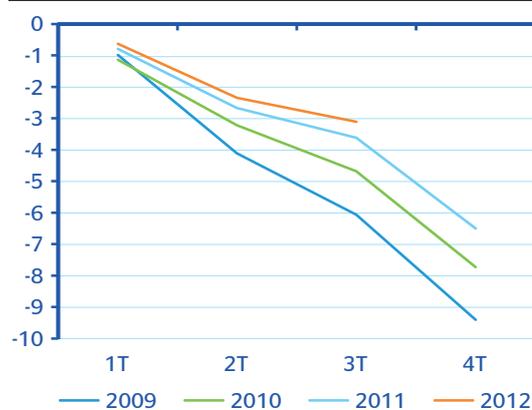
(*) Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

El empeoramiento que se observa en las cuentas de la Seguridad Social es ilustrativo del impacto que la caída en la actividad y el empleo está teniendo sobre el déficit público. El deterioro cíclico está absorbiendo gran parte de los ajustes puestos en marcha. Así, de acuerdo a estimaciones de BBVA Research, el tono contractivo del ciclo económico habría drenado en torno a 1,2pp del total de los ingresos públicos acumulados al 3T12, absorbiendo la mejora de casi un punto porcentual de los ingresos estructurales derivada de las medidas aprobadas. Dicha mejora tiene origen tanto en la subida tributaria del IVA -que ha derivado en un incremento estructural de 0,4pp del PIB- como de la subida del IRPF y los cambios normativos en el impuesto sobre sociedades -que han supuesto un incremento estructural de 0,6pp del PIB-. Como consecuencia, el total de ingresos públicos presenta una ligera caída de 0,3pp del PIB.

Igualmente, el impacto de la actividad en las cuentas públicas está compensando gran parte de los ajustes estructurales realizados en el gasto. En particular, se observa un ajuste del componente estructural del gasto de 1pp del PIB acumulado durante los tres primeros trimestres de 2012. Dicho ajuste, aunque generalizado a prácticamente todas las partidas del gasto, se concentra en la inversión, que acumula una caída estructural, de 0,7pp del PIB. Sin embargo, este ajuste estructural no fue suficiente para compensar el incremento del gasto por intereses -que creció casi 0,4pp del PIB-, el efecto del deterioro cíclico sobre las prestaciones por desempleo -que crecieron un 0,1pp del PIB-, y el incremento en el pago del resto de prestaciones sociales -de 0,3pp- derivado tanto de la actualización de las pensiones aprobada por el Gobierno para el ejercicio 2012 como del crecimiento estructural de las obligaciones de pago. De esta forma, el gasto público total acumulado al 3T12 se situó en torno al 30,5% del PIB, apenas 0,2pp menos que el acumulado a septiembre de 2011.

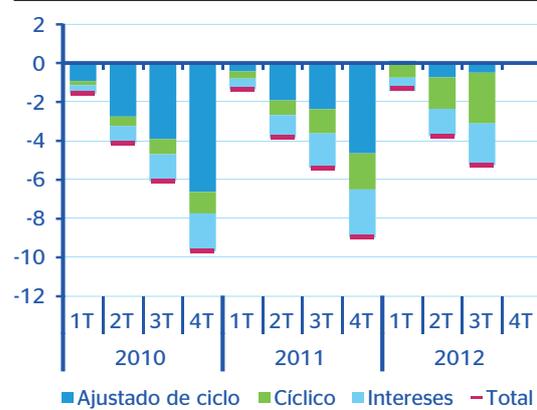
En este contexto, el saldo primario del conjunto de las administraciones públicas habría registrado un ajuste estructural de casi 2pp del PIB hasta septiembre de 2012. Cuando a este se le añade el impacto del ciclo económico (-1,4pp del PIB hasta el 3T12), el déficit primario se situó en el -3,1% del PIB en el acumulado hasta el 3T12. Si bien este resultado pone de manifiesto el importante esfuerzo de consolidación fiscal que se está realizando, el mayor deterioro de la actividad económica junto con la intensificación de la presión sobre la deuda pública española explican, en gran medida, la desviación del déficit sobre los objetivos de estabilidad aprobados (véanse los Gráficos 35 y 36).

Gráfico 35
España: saldo primario(*) de las AA.PP. (acumulado al año; % PIB)



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

Gráfico 36
España: descomposición de la necesidad de financiación de las AA.PP. (*) (acumulado al año; PIB)



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

De cara al cierre del año, los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado muestran que el déficit acumulado creció ligeramente en noviembre de 2012 hasta situarse en el 4,3% del PIB, dos décimas por debajo del objetivo de final de año. Estas cifras revelan una intensificación en el ajuste del gasto, que cayó por primera vez en términos interanuales, y de forma significativa, tanto en la remuneración de los asalariados como en los consumos intermedios. Asimismo, las cifras de noviembre confirman que gran parte del ajuste sigue produciéndose en gasto de capital. Por su parte, tanto la ejecución de los ingresos hasta noviembre como la información recientemente presentada apuntan a una recuperación de los ingresos impositivos, impulsados tanto por la ralentización del ritmo de devoluciones y por el crecimiento de los ingresos brutos, como, sobre todo, por el impacto de la subida de los tipos del IVA y de los cambios normativos en el impuesto de sociedades.

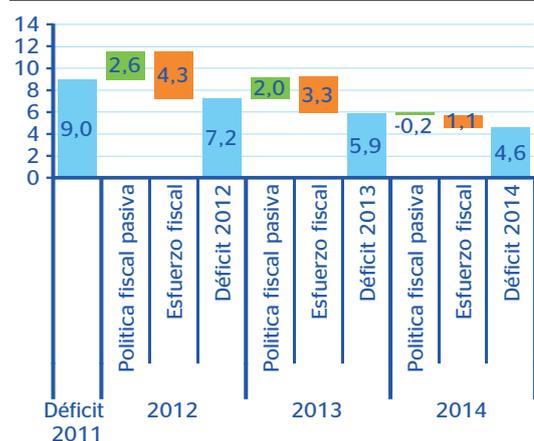
En este contexto, pese a que se espera que el ajuste fiscal se haya intensificado durante el 4T12, ya que una parte importante de las medidas anunciadas habrían tenido una mayor repercusión

sobre dicho trimestre (v.g., la subida de los tipos impositivos del IVA o la eliminación de la paga extra de Navidad de los empleados públicos), no es probable que sea suficiente como para corregir los efectos negativos de la caída de la actividad sobre los ingresos y gastos y el incremento esperado de los intereses. Así, según las estimaciones de BBVA Research, durante el último trimestre del 2012 el ciclo habría drenando unos 0,5pp del PIB de recaudación, absorbiendo gran parte de la mejora estructural, y situando los ingresos públicos en torno al 36% del PIB, apenas 0,2pp por encima de lo alcanzado en 2011. Este débil comportamiento de los ingresos hace que el esfuerzo de consolidación descansa en el gasto, siendo especialmente acusado en la remuneración de asalariados (por la ya mencionada eliminación de la paga extra de Navidad), en el gasto de inversión y, en menor medida, en el resto del gasto corriente (véase el Cuadro 4). Como resultado, se espera que las administraciones públicas españolas hayan cerrado el ejercicio 2012 con un déficit en torno al 7,2% del PIB, casi 1pp por encima del objetivo de estabilidad (-6,3%).

Esta desviación sobre el objetivo de déficit de 2012 hace que se reduzca la probabilidad de cumplimiento del objetivo de 2013 y, por ello, también la de 2014. Como puede observarse en el Gráfico 37, en un escenario en el que no se llegaran a implementar las medidas ya anunciadas, el déficit público en 2013 se incrementaría en torno a 1pp como consecuencia del efecto del deterioro económico sobre el déficit, a los que habría que añadir otro punto por el incremento estructural de las prestaciones sociales y por el aumento del pago de intereses. Por lo tanto, para alcanzar el objetivo de déficit a finales de 2013 (-4,5%), el esfuerzo global de ajuste fiscal debería situarse por encima de 4,7pp del PIB, de los cuales ya hay medidas anunciadas, y/o puestas en marcha, equivalentes a unos 3,2pp. De esta forma, en ausencia de medidas adicionales de consolidación fiscal, el déficit de 2013 se quedaría en torno al 5,9% del PIB, 1,5pp por encima del objetivo, siempre y cuando no haya una nueva flexibilización de los objetivos de déficit por parte de la Comisión Europea. Esta desviación se arrastraría hasta 2014, año en el que tanto el ciclo económico como la mejora estructural de los ingresos y gastos públicos comenzarían a corregir el deterioro fiscal, pero no de forma tan intensa como para compensar la desviación del déficit de los años anteriores.

Gráfico 37

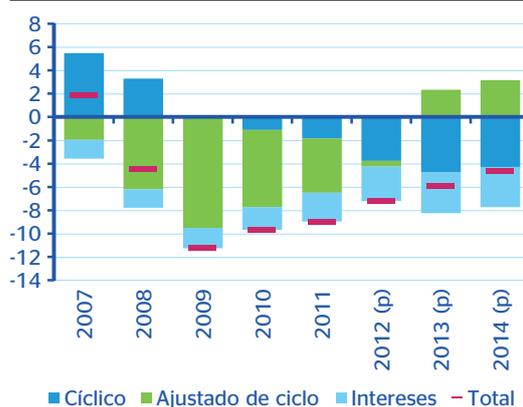
España:
ajuste fiscal esperado de las AA.PP. (*) (% PIB)



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

Gráfico 38

España: capacidad o necesidad de financiación de las AA.PP. (*) (% PIB)



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

Pese a todo ello, y de cumplirse las previsiones de BBVA Research, el saldo estructural público (es decir, una vez descontado el efecto del ciclo económico), se situaría alrededor del objetivo del 0% del PIB ya en 2014 (véase el Gráfico 38), acumulando casi 7pp de corrección en tan sólo tres años. Un ajuste inédito en otros procesos de consolidación fiscal en países desarrollados, tanto en magnitud como en velocidad. No obstante, como ya se comentó en la anterior publicación de

este informe, un aspecto negativo de la corrección es que una parte importante de las medidas puestas en marcha son de carácter temporal (v.g., el gravamen adicional del IRPF vigente sólo durante 2012 y 2013, la eliminación de la paga extra de Navidad en 2012, parte del ajuste en el gasto en inversión, etc.), lo que exige la implementación rigurosa de las medidas que han sido anunciadas para sustituirlas o la necesidad de llevar a cabo nuevas en caso contrario. Esto último puede ser especialmente importante para las comunidades autónomas, ya que algunas de ellas podrían haber sido optimistas en sus previsiones de ingresos para 2013. Conforme transcurra el año y en el caso de que no se cumplan dichos pronósticos, el Gobierno tendrá que ir haciendo uso de los instrumentos establecidos tanto en la Ley de Estabilidad Presupuestaria como en los compromisos adquiridos al acudir al Fondo de Liquidez Autonómica, de tal manera que se consolide el proceso de reducción del déficit autonómico.

Hacia delante, persiste por tanto, la incertidumbre sobre la capacidad del Gobierno para reducir el déficit a niveles del 3% del PIB en 2014, aunque su reducción a niveles alrededor del 7% del PIB en 2012 es un buen paso en la dirección correcta. En caso de necesitarse acciones adicionales, sería deseable que se centrasen en la reducción de las ineficiencias en el gasto público o la utilización de la imposición indirecta, de tal manera que se minimice el impacto sobre la actividad económica.

Finalmente, el Gobierno se ha comprometido a crear una agencia fiscal independiente en el primer trimestre de 2013, en base a las recomendaciones de la Comisión Europea. Como se ha venido justificando desde esta publicación, esta es una reforma fundamental para que España se distinga con una mejor institucionalidad y transparencia que permita continuar recobrando la confianza en las finanzas públicas del país. Una metodología transparente, fácilmente replicable y pública para la elaboración de su diagnóstico sobre la posición cíclica de la economía, un presupuesto propio, su dependencia funcional del Congreso y su dirección por expertos de reconocido prestigio son algunas de las características que dicho organismo debería tener para ser exitoso.

Cuadro 4

España: ajuste fiscal de las AA.PP. Excluidas las ayudas al sector financiero

	2012							
	Ajuste			2013		2014		
	2011	3T12	4T12 (p) Previsión	Ajuste	Previsión	Ajuste	Previsión	
(pp del PIB)								
Remuneración de asalariados	11,6	-0,18	-0,64	10,8	-0,54	10,3	-0,31	9,9
Consumos intermedios	5,9	-0,04	-0,26	5,6	0,07	5,6	-0,20	5,4
Intereses	2,5	0,35	0,14	2,9	0,61	3,6	-0,10	3,5
Prestaciones por desempleo	2,8	0,13	0,07	3,0	0,14	3,2	-0,14	3,0
Prestaciones sociales	12,6	0,30	0,14	13,0	0,46	13,5	0,04	13,5
Formación bruta de capital	2,9	-0,72	-0,25	1,9	-0,67	1,2	-0,39	0,9
Otros gastos	6,4	-0,33	-0,27	5,9	-0,86	5,0	-0,47	4,5
Empleos no financieros	44,7	-0,50	-1,07	43,1	-0,80	42,3	-1,58	40,7
Impuestos sobre la producción	9,9	-0,09	0,11	9,9	0,48	10,4	-0,05	10,3
Impuestos sobre la renta, el patrimonio, etc.	9,6	0,07	0,45	10,1	-0,30	9,8	-0,18	9,6
Contribuciones sociales	13,2	-0,23	-0,02	12,9	-0,19	12,7	-0,02	12,7
Impuestos sobre el capital	0,4	0,01	-0,20	0,2	0,03	0,2	0,00	0,2
Otros ingresos	2,7	-0,07	0,16	2,8	0,48	3,3	0,01	3,3
Recursos no financieros	35,7	-0,31	0,49	35,9	0,49	36,4	-0,24	36,1
Capacidad / Necesidad de financiación	-9,0	0,19	1,56	-7,2	1,29	-5,9	1,34	-4,6

Fuente: BBVA Research a partir de INE and MINHAP

5. Cuadros

Cuadro 5

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 8 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

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

	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,0	2,6
UEM	2,8	2,6	1,6	2,0	2,9

Fecha cierre de previsiones: 8 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,77	0,75
UEM	1,33	1,39	1,29	1,31	1,34
Reino Unido	1,55	1,60	1,59	1,52	1,53
China	6,77	6,46	6,31	6,16	6,02

Fecha cierre de previsiones: 8 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

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

Fecha cierre de previsiones: 8 de febrero de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

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

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB real	2,0	1,5	-0,5	0,3	1,3
Consumo privado	0,9	0,1	-1,2	-0,3	0,9
Consumo público	0,7	-0,1	-0,2	-0,5	0,2
Formación Bruta de Capital Fijo	-0,3	1,6	-3,8	-1,3	3,3
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	6,3	4,6	-6,0	-2,3	4,9
Equipo y Maquinaria	6,4	4,6	-6,0	-2,4	4,9
Construcción	-4,4	-0,3	-3,1	-1,5	2,0
Vivienda	-2,9	0,8	-1,7	-1,2	2,6
Otros edificios y Otras Construcciones	-5,9	-1,4	-4,6	-1,8	1,3
V. existencias (contribución al crecimiento)	0,6	0,2	-0,5	0,0	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	1,2	0,5	-2,0	-0,5	1,1
Exportaciones	11,0	6,5	3,1	3,3	3,8
Importaciones	9,5	4,3	-0,4	1,8	3,8
Demanda externa (contribución al crecimiento)	0,7	1,0	1,5	0,8	0,2

Pro-memoria

PIB sin inversión en vivienda	2,2	1,5	-0,4	0,3	1,3
PIB sin construcción	2,8	1,7	-0,1	0,4	1,3
Empleo total (EPA)	-0,5	0,5	-0,7	-0,5	0,4
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	10,1	10,2	11,4	11,8	11,4
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,0	0,1	1,1	1,3	1,4
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-6,2	-4,1	-3,0	-2,3	-1,8
IPC (media periodo)	1,6	2,7	2,5	1,6	1,5

Fecha cierre de previsiones: 8 de febrero de 2013

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 10

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

	2010	2011	2012	2013	2014
Actividad					
PIB real	-0,3	0,4	-1,4	-1,1	1,1
Consumo privado	0,7	-1,0	-1,9	-2,8	-0,3
Consumo público	1,5	-0,5	-4,0	-7,2	-1,8
Formación Bruta de Capital	-5,5	-5,5	-8,8	-6,8	2,6
Equipo y Maquinaria	3,0	2,4	-6,3	-1,7	6,4
Construcción	-9,8	-9,0	-11,5	-10,2	0,3
Vivienda	-10,1	-6,7	-7,1	-8,3	2,1
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-0,6	-1,9	-3,8	-4,6	0,0
Exportaciones	11,3	7,6	3,3	6,3	8,2
Importaciones	9,2	-0,9	-4,7	-4,4	5,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,3	2,3	2,5	3,4	1,1
PIB nominal	0,1	1,4	-0,9	0,3	2,1
(Miles de millones de euros)	1048,9	1063,4	1053,9	1057,5	1080,0
PIB sin inversión en vivienda	0,5	1,0	-1,0	-0,7	1,0
PIB sin construcción	1,6	2,1	0,2	0,1	1,2
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-2,3	-1,9	-4,5	-3,8	-0,2
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,6	25,0	26,8	26,1
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-2,5	-1,7	-4,3	-3,4	-0,4
Productividad aparente del factor trabajo	2,2	2,1	3,0	2,2	1,5
Precios y costes					
IPC (media anual)	1,8	3,2	2,4	2,0	1,1
Deflactor del PIB	0,4	1,0	0,5	1,5	1,0
Deflactor del consumo privado	2,0	2,9	2,5	2,0	1,2
Remuneración por asalariado	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1
Coste laboral unitario	-2,0	-1,4	-2,7	-2,1	-1,4
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,5	-3,5	-1,4	0,3	0,9
Sector público					
Deuda (% PIB)	61,5	69,3	87,2	93,7	96,4
Saldo AA.PP. (% PIB) (*)	-9,7	-9,0	-7,2	-5,9	-4,6
Hogares					
Renta disponible nominal	-2,9	-0,5	-3,3	-1,5	0,4
Tasa de ahorro (% renta nominal)	13,1	11,0	7,3	6,6	6,1

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas

Fecha cierre de previsiones: 8 de febrero de 2013

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:*Economista Jefe Economías Desarrolladas*

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
r.domenech@bbva.com

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

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

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

Xavier Callol
+34 91 374 75 28
xavier.callol@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

Ángel Gavilán
+34 91 374 52 62
angel.gavilan@bbva.com

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

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

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

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

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

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

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

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

Con la colaboración de:

Europa
Miguel Jiménez
+34 91 537 37 76
mjimenezg@bbva.com

Sistemas Financieros
Macarena Ruesta
+34 91 374 33 21
esperanza.ruesta@bbva.com

Escenarios Económicos
Julián Cubero
+34 91 374 49 98
juan.cubero@bbva.com

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo*
Jorge Sicilia*Economías Emergentes:*

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

Análisis Transversal Economías Emergentes

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

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Interesados dirigirse a:

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