

Situación España

Segundo Trimestre 2013
Análisis Económico

- **La dispersión del crecimiento económico aumenta**, especialmente entre los países desarrollados.
- **La unión bancaria, la corrección de los desajustes estructurales y el compromiso con las reformas**, claves para el crecimiento en Europa.
- **La economía española tocará fondo en 2013**. El crecimiento en 2014 estará apoyado por la mejora del entorno exterior, la reducción de los desequilibrios internos y las reformas estructurales.
- **La moderación salarial en 2012** ha evitado una mayor destrucción de empleo.

Índice

1. Editorial.....	3
2. Divergencias crecientes en la economía global.....	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	10
Recuadro 1. Tensiones en los mercados financieros y crecimiento económico en España.....	22
Recuadro 2. Persistencia del desempleo y dinámica salarial en España.....	25
Recuadro 3. En búsqueda de un factor de sostenibilidad del sistema de pensiones español.....	35
Recuadro 4. Las finanzas autonómicas en expansión y en crisis (2003-12) Ángel de la Fuente (Instituto de Análisis Económico - CSIC).....	38
4. Las diferencias en el ajuste fiscal marcan la dispersión del crecimiento regional.....	40
5. El ajuste del déficit deberá continuar durante 2013 y 2014.....	45
6. Cuadros.....	49

Fecha de cierre: 6 de mayo de 2013

1. Editorial

El crecimiento global mantuvo una recuperación gradual en el primer trimestre del año, aunque con perspectivas dispares para las principales economías. El crecimiento del PIB mundial en 1T13 habría sido del 0,7% según la estimación de BBVA Research, ligeramente superior al 0,6% del último trimestre de 2012. **Se estima que el ritmo de la expansión global en 2013 se moderará hasta el 3,3%, sólo una décima por encima del crecimiento estimado para 2012**, mientras que en 2014 se alcanzarán tasas cercanas al 4%. Sin embargo, los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad, especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón.

En Europa, la efectividad del BCE como garante del euro ha sido contundente, sobre todo ante eventos como el desordenado rescate de Chipre, la ausencia de gobierno en Italia durante varias semanas o la sentencia del tribunal constitucional portugués sobre la paga extraordinaria de los empleados públicos. A pesar de este entorno de mayor certidumbre en los mercados de capital, **los indicadores de actividad muestran la generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia**, lo que ha justificado que el BCE haya reducido tipos a principios de mayo. Aunque esta es una medida positiva, **difícilmente reducirá por sí sola la fragmentación financiera** existente en la UEM que, aunque para emisores soberanos y grandes corporativos es menor que hace unos meses, sigue afectando a hogares y empresas por el **desigual funcionamiento del canal bancario**. Para reducir esta fragmentación es necesario que la consolidación fiscal se haga al ritmo adecuado, un compromiso más firme con las reformas estructurales en los países de la periferia y, sobre todo, un avance más decidido hacia la unión bancaria.

En España, los datos de actividad muestran todavía un proceso de contracción que **previsiblemente se extenderá a todo el primer semestre**. El mantenimiento de la recesión se explica por la absorción de los desequilibrios acumulados, pero también por un **entorno de menor crecimiento** en los principales socios europeos, **por la aceleración del proceso de ajuste fiscal** en la última mitad del año y por la **continuación de la fragmentación** que se observa en el sistema financiero europeo. Así, a pesar de que el peso de los países del área del euro en las exportaciones españolas se ha reducido en 10 puntos porcentuales desde el inicio de la crisis, todavía representan un 50% del total, por lo que la mayor caída respecto a la esperada en el PIB europeo ha llevado a exportaciones por debajo de lo previsto. En segundo lugar, el Gobierno anunció que el déficit público (sin ayudas al sistema financiero) se había reducido, alcanzando un 7% del PIB, esfuerzo significativo en un entorno recesivo. De hecho, BBVA Research estima que habrían sido necesarias medidas equivalentes a un 4,6% del PIB en 2012 para poder llegar a dicha cifra. Más aún, una parte importante del esfuerzo se concentró en la última parte del año y habría afectado tanto al gasto del 4T12 como al del 1T13. Finalmente, la diferencia existente entre los costes de financiación de los países de la zona euro dificulta la transmisión de la política monetaria, encareciendo el crédito donde la recesión es mayor e incrementando la probabilidad de entrar en un círculo vicioso entre recesión y medidas de ajuste fiscal. Todo lo anterior apunta a un entorno moderadamente más negativo que el previsto hace tres meses y justifica una **revisión a la baja de las expectativas de PIB en 2013 hasta el -1,4%**.

En cualquier caso, las perspectivas económicas para los próximos trimestres siguen siendo cualitativamente las mismas que hace tres meses: **la economía tocará fondo durante 2013 (-1,4%) y comenzará un proceso de moderado crecimiento en 2014 (+0,9%)**. En primer lugar, la **mejora de las condiciones financieras** a las que estaba sujeto el país en los mercados de capitales **ha sido mayor de la que se esperaba**. El retorno de los flujos ha supuesto una disminución significativa del coste de financiación del soberano, que en principio debería trasladarse durante los próximos meses a la economía. En segundo lugar, **la política fiscal será algo menos contractiva que lo previsto**, si la Comisión Europea ratifica los nuevos objetivos de déficit anunciados por el Gobierno en la actualización del Plan de Estabilidad y Crecimiento 2013-2016. Finalmente, existen señales que apuntan a un funcionamiento más eficiente de mercados como el laboral, donde la **moderación salarial** observada en 2012 (propiciada por

el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva y por la reforma laboral) podría haber evitado la destrucción de hasta 300.000 empleos en el medio plazo. Esta mayor flexibilidad será crucial para aprovechar la esperada recuperación de la economía mundial y con ella, de las exportaciones españolas.

A nivel regional, es de esperar que **se mantenga la elevada heterogeneidad y que nuevamente los ajustes fiscales y la exposición a la demanda externa** sean los factores que determinen la dinámica de cada una de las comunidades autónomas. A este respecto, **un objetivo de déficit del 1,2% del PIB para el conjunto de las regiones es ambicioso** y supondrá un esfuerzo importante. Buena parte de la credibilidad en el proceso de ajuste de las cuentas públicas radica en la capacidad de las comunidades para cumplir con sus compromisos. El Gobierno debe mantener el uso de los instrumentos que tuvieron éxito en 2012 y que permitieron la reducción del déficit, exigiendo medidas contundentes cuando exista el mínimo riesgo de desviación.

En cualquier caso, es indispensable que la **ventana de oportunidad** que se ha abierto con la reducción de las tensiones en los mercados de capital se aproveche para consolidar las reformas que el país necesita. En primer lugar, el mayor tiempo otorgado por la Comisión Europea para el cumplimiento de los objetivos de déficit supone una oportunidad para mejorar la **composición del ajuste**, incrementando la eficiencia del gasto público y del sistema impositivo, y sustituyendo con medidas permanentes algunas que son de carácter temporal. A este respecto, sería deseable ir avanzando hacia un marco fiscal con menores tipos marginales, menos deducciones y que incrementara la presión sobre el consumo y la disminuyera sobre el empleo. De igual manera, deben llevarse a cabo **las reformas encaminadas a reducir el gasto estructural, que van con retraso** (Proyecto de Ley de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local) **o de las que no se conocen los detalles** (Reforma de las Administraciones Públicas).

Por otro lado, la **Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIRF)** avanza, lo que puede servir para asegurar la estabilidad presupuestaria en el futuro. Para garantizar este objetivo, es necesario **que su independencia sea indiscutible** y, por lo tanto, **sería preferible que estuviera adscrita al poder legislativo**. Otro instrumento que ayudaría sería la creación de un consejo asesor formado por expertos de reconocido prestigio, que asesore en la metodología, cálculos e informes de la AIRF. También sería aconsejable incrementar la duración en el cargo de su presidente. Finalmente, es de suma importancia que se avance hacia una propuesta ambiciosa de implementación del factor de sostenibilidad del sistema de pensiones de tal manera que se garantice su solvencia en el medio y largo plazo.

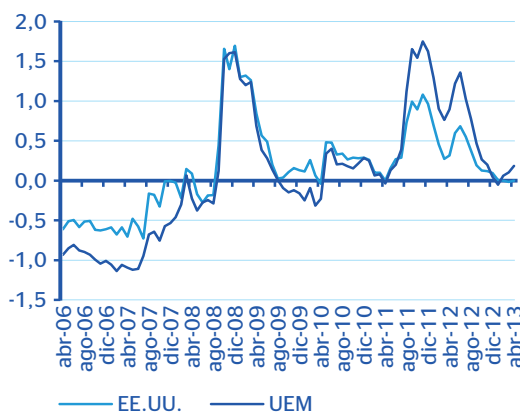
Respecto a las reformas necesarias para incrementar la competitividad de la economía, **el Plan Nacional de Reformas (PNR), que incluye un diagnóstico acertado** de las principales debilidades de la economía española, se valora favorablemente. En cualquier caso, dada la elevada tasa de desempleo, **son necesarias medidas adicionales que complementen la reforma laboral** aprobada el pasado año para, entre otros objetivos, reducir la segmentación del mercado de trabajo, fomentar el empleo a tiempo parcial y mejorar la efectividad de las políticas activas y pasivas del mercado de trabajo. Pese a esta valoración, el PNR contiene **pocas novedades** respecto a las medidas anunciadas en febrero o incluso respecto a los compromisos adquiridos a mediados del año anterior. Por lo tanto, ahora es necesario que se implementen rápidamente y con la mayor ambición posible. Parece oportuno, en todo caso, recordar la importancia de tener, y compartir con la sociedad, una hoja de ruta clara de reformas que permitan explicar el proceso de cambios que necesita España.

2. Divergencias crecientes en la economía global

A lo largo de los últimos tres meses se han desvanecido algunas amenazas a la recuperación económica mundial, pero se registra una mayor divergencia entre áreas. Así, la actividad está tomando sendas diferentes en EE.UU. y la zona del euro, donde la debilidad ha llegado a las economías del centro. Por otro lado, a pesar de las dudas sobre la sostenibilidad en el largo plazo del crecimiento de China, o incluso sobre el crecimiento que se logre finalmente en 2013, no parece que ésta se encamine hacia un ajuste brusco en el corto plazo. En el resto de las economías emergentes de Asia existe cierta decepción al comparar con unas expectativas de crecimiento tal vez demasiado elevadas. Japón se encuentra en una ola de renovado optimismo, aunque de momento se ha materializado únicamente en las valoraciones de algunos activos financieros y en indicadores de confianza, y no tanto en indicadores de actividad real.

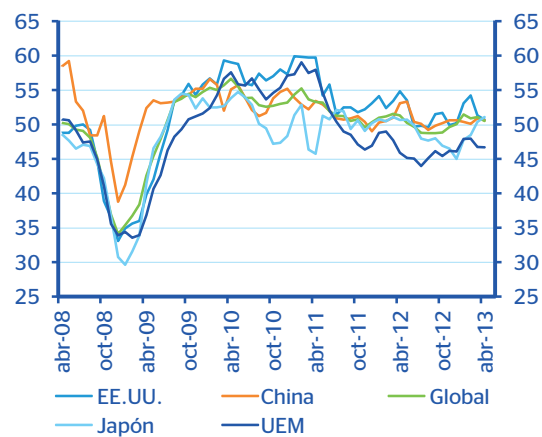
La respuesta de los mercados financieros frente a eventos como la continua incertidumbre sobre la definición de la política fiscal a largo plazo en EE.UU. por un lado, o la paralización de la política italiana y los eventos de Chipre y Portugal en la eurozona, por el otro, ha sido tenue (véase el Gráfico 1). Así, **se ha registrado una disminución de las primas de riesgo en la UEM, en gran parte por el apoyo implícito del programa OMT del BCE y por el aumento de la liquidez global**, que está beneficiando la búsqueda de rentabilidad y la consiguiente toma de riesgo financiero. En consecuencia, casi todos los activos se están beneficiando de este cambio en la percepción, con una única excepción: el repunte de los indicadores de riesgo de crédito en el sector bancario de la eurozona.

Gráfico 1
Indicador BBVA de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Indicadores de confianza (PMI)



Fuente: Markit y BBVA Research

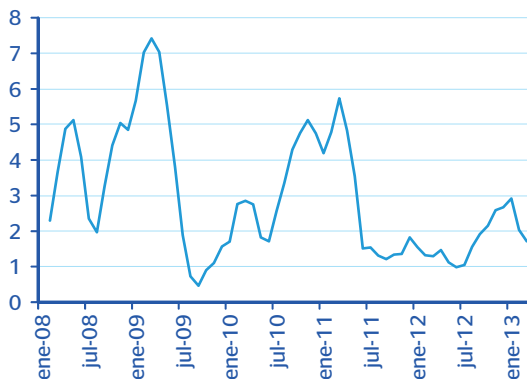
Los indicadores más recientes de perspectivas de actividad reflejan las divergencias existentes entre áreas. Con todo, se ha mantenido la senda de estabilidad en la confianza de las empresas manufactureras a nivel global, aunque con diferencias crecientes entre regiones (veáanse los Gráficos 2 y 3). En cualquier caso, la positiva evolución de los mercados financieros y la divergencia en las perspectivas cíclicas no han provocado, todavía, cambios significativos en la actividad ni en el comercio a nivel global. De acuerdo a nuestro indicador de actividad global BBVA-GAIN¹, aún con los datos más recientes se mantiene la estimación de que el PIB mundial prosigue una senda de crecimiento a un ritmo constante del 0,7% trimestral (veáse el Gráfico 4). **Sin embargo, unas perspectivas más dispares entre las principales economías** (en especial, por la revisión a la baja del crecimiento esperado para la eurozona y también en algunas economías de Asia emergente) **frenan la intensidad de la recuperación esperada a lo largo de**

¹ Para más detalles, véase el Observatorio Económico de BBVA Research publicado el 6 de marzo de 2013: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/130306_EcWatch_BBVAGAIN_tcm348-379375.pdf?ts=2942013

2013 y 2014. En consecuencia, se revisan a la baja nuestras previsiones de crecimiento de la economía mundial, hasta el 3,3% y el 3,9% en 2013 y 2014, respectivamente, desde el 3,6% y el 4,1%.

Gráfico 3

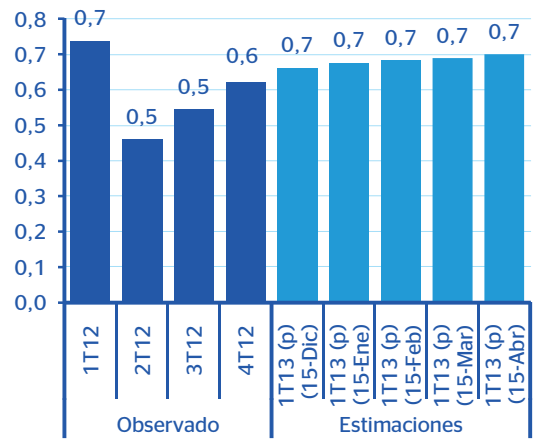
Economías desarrolladas*:
desviación estándar del PMI manufacturero



*: EE.UU., zona euro y Japón
Fuente: Markit, BBVA Research

Gráfico 4

Crecimiento global basado en BBVA-GAIN (%t/t)



Fuente: BBVA Research

La eurozona se estanca y el BCE comienza a actuar

El elemento más novedoso de la coyuntura en la eurozona es la extensión de la debilidad de la actividad en los periféricos a las economías del centro del área, especialmente Francia, pero también Alemania y Holanda. En Francia, la incertidumbre en torno a la política impositiva y la consolidación fiscal, y la escasez de reformas están minando la confianza de los agentes económicos. En la misma línea, Alemania ha visto en abril como se renueva la tendencia a la baja de sus índices de confianza y está registrando menores exportaciones a pesar de la resistencia de la demanda de países emergentes. Holanda, por último, también se ha visto abocada a la recesión como resultado de la caída de la inversión y del consumo de sus hogares, a pesar del buen comportamiento de sus exportaciones. Finalmente, en la periferia de la zona del euro cabe destacar la recuperación del apetito por el riesgo, con una vuelta a la deuda soberana gracias al papel del BCE, con su programa de compra de bonos en el mercado secundario, y a la mejora de la liquidez global, con la expansión cuantitativa de Japón. En particular, la rentabilidad del bono a 10 años italiano alcanzó en abril su nivel más bajo desde noviembre de 2011, a pesar de la incertidumbre política. En esta misma línea de compresión de primas de riesgo, en España la rentabilidad del bono a 10 años se mantuvo en el 4,5% en las últimas semanas.

Si bien los datos más recientes de ventas al por menor y de producción industrial de febrero sugieren una cierta estabilización de la actividad de la eurozona en los primeros meses del año, el deterioro de las encuestas de confianza apunta a que la recuperación está lejos de asentarse. Mientras, las autoridades de la eurozona siguen en el proceso de construcción de la arquitectura económica del área (i. e., cómo llegar a un mercado bancario único), a la vez que existe un creciente debate sobre el grado apropiado de consolidación fiscal para lograr una senda creíble de reducción de déficit público y de sostenibilidad de la deuda sin que a corto plazo se de un deterioro tal de la actividad que haga vanos los esfuerzos de ajuste.

En cuanto a los avances en la unión bancaria, el acuerdo alcanzado finalmente para la solución de la crisis de Chipre ha supuesto la puesta en práctica del modelo de rescate que se está negociando para el sector en el conjunto del área. Antes de un rescate, tendrá que haber una participación de los acreedores bancarios, incluyendo, en caso necesario, a los depositantes no asegurados. En lo que se refiere a consolidación fiscal, las recientes declaraciones de la

Comisión Europea apoyando el retraso de la consecución del objetivo del déficit público del 3% hasta 2016 en España van en la línea de dar **mayor importancia a la calidad y la composición del ajuste que a la consecución de rápidas correcciones con potenciales efectos negativos sobre el crecimiento.**

Con todo, se revisa a la baja el crecimiento en la eurozona, para la que se prevé ahora **una caída del PIB en 2013 del -0,1% y un aumento del 1% en 2014**, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado hace tres meses. **Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento** del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

La reducción de las tensiones financieras es un soporte para el crecimiento², lograda con el programa de compra de deuda pública por parte del BCE en el mercado secundario y asegurar así la transmisión de la política monetaria al conjunto de la economía. Pero con **la caída del coste y la mejora del acceso a la financiación para los soberanos no basta**: la fragmentación de los mercados financieros del área se refleja en la distinta disponibilidad y coste del crédito a hogares y empresas a lo largo de la UEM.

En un entorno en el que la debilidad económica se prolonga y se extiende a un mayor número de países, y la inflación se sitúa bien por debajo del objetivo, el BCE llevó a cabo un recorte de 25 puntos básicos en el tipo refi, del 0,75% al 0,50%, al tiempo que estrechó el corredor de las operaciones de crédito y depósito de +/- 75 puntos básicos (pb) a +/-50 pb. Igualmente, el BCE anunció el alargamiento de las subastas de liquidez para los bancos a tipo fijo y sin restricción de cantidad mientras sea necesario y, al menos, hasta julio de 2014. Adicionalmente, el BCE ha iniciado consultas con otras instituciones europeas (Banco Europeo de Inversiones y Comisión) para impulsar el mercado de instrumentos financieros respaldados por créditos a empresas, en un intento de abordar el acuciante problema del crédito a empresas en la periferia. Con todo, el impacto del recorte de tipos en la economía real podría ser limitado. Dado que los riesgos siguen siendo a la baja, el banco central ha señalado que ante un deterioro adicional de las perspectivas económicas podría tomar medidas adicionales. Entre las medidas que se podría plantear el banco central estarían la reducción del tipo de la facilidad de depósito a nivel negativo, así como adopción de medidas no estándar o el apoyo a instituciones europeas en la provisión de crédito a PYMES.

La fortaleza de la demanda privada y una continuada expansión monetaria explican el crecimiento en EE.UU., a pesar de la incertidumbre sobre la política fiscal

En EE.UU. los datos de crecimiento en el primer trimestre de 2013 confirmaron el mantenimiento del buen tono mostrado hasta ahora por el consumo privado. Esto se debe a una mejora de la situación laboral (en términos de empleo y salarios), y financiera de las familias (efecto riqueza). Así, **el gasto privado se ha erigido como soporte del crecimiento de EE.UU.** También ha ayudado el hecho de que los mercados financieros no se hayan visto afectados por eventos de riesgo foráneos como los procedentes de la zona del euro. Sin embargo, los indicadores más recientes de perspectivas cíclicas -las expectativas manufactureras-, han descendido en marzo y abril a niveles compatibles con el estancamiento de la actividad en este sector, por lo que se espera una moderación adicional del PIB en el segundo trimestre.

Con todo, **se mantiene sin grandes cambios el escenario económico de EE.UU. en 2013 y 2014, con crecimientos del 1,8% y 2,3%**, respectivamente, principalmente por dos motivos. En primer lugar, a pesar de la incertidumbre que rodeó el llamado "precipicio fiscal" y la entrada en vigor del *sequester* (recorte automático) del gasto público, **el gasto privado ha dado muestras de resistencia, además de que la restricción fiscal ha sido finalmente menos intensa de lo esperado.** En segundo lugar, porque estando las expectativas de inflación bien ancladas, **la expansión cuantitativa (QE) se puede implementar sin problemas hasta que las perspectivas**

2: Véase el Recuadro 1 en esta publicación.

del mercado laboral hayan mejorado significativamente. Aunque los buenos datos de comienzo de año hicieron que un adelanto de la retirada de estímulos pareciera posible, la información más reciente indica que la economía americana está todavía lejos de unas tasas de crecimiento suficientemente robustas, por lo que la política monetaria seguirá siendo un soporte del crecimiento.

En Asia persisten las dudas sobre la fortaleza del crecimiento de China. Optimismo en Japón por su masiva expansión cuantitativa

La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una inversión débil, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, **las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración**. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con una inflación más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo anunciado. **Por todo ello, el escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8% para 2013 y 2014.**

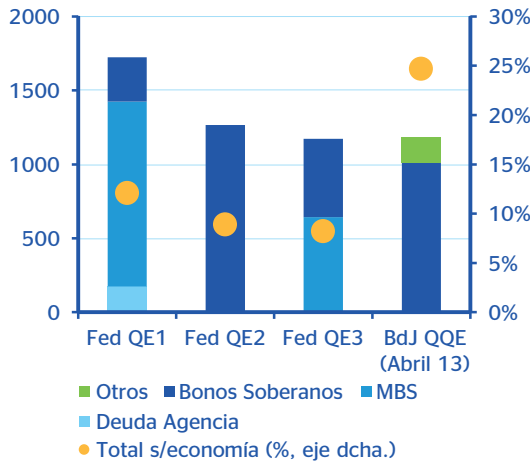
La economía japonesa, por otro lado, **se beneficiará de una combinación de políticas de reactivación más agresivas de lo esperado**. Entre ellas, una masiva expansión cuantitativa, cuya magnitud representa alrededor del 25% del PIB de Japón (cada una de las QE implementadas por la Fed representó, en promedio, un 10% de su PIB), con objeto de forzar cambios en las expectativas inflacionistas de la población para fomentar la demanda (véase el Gráfico 5). Este impulso monetario será tanto más eficaz cuanto más se vea acompañado de medidas fiscales eficaces y, especialmente, de reformas estructurales. Así, **se espera que la economía japonesa crezca un 1,7% tanto en 2013 como en 2014, por encima de lo que estima el consenso (1,3%).**

En cualquier caso, es **difícil cuantificar el impacto** de este nuevo movimiento de política monetaria y saber cómo reaccionarán los inversores, **dado que existen todavía muchas incertidumbres**. Por ejemplo, en el ámbito global, si esta política tiene éxito en fomentar el crecimiento y la confianza a nivel nacional podría generar mayores entradas de capital netas (en lugar de salidas). Por otro lado, su impacto a nivel doméstico también resulta incierto ya que la política del Banco de Japón conlleva algunos riesgos: fuerte volatilidad de los bonos soberanos (JGB), riesgos para los balances bancarios y costes de endeudamiento del gobierno cuando los rendimientos nominales crezcan, en tanto en cuanto tenga éxito en el cumplimiento del objetivo de inflación del 2%.

No obstante, la nueva facilidad monetaria proporciona **argumentos a favor para que los inversores japoneses inviertan en el exterior**. La demanda del Banco de Japón va a alejar a los inversores privados japoneses de los activos domésticos, ya que planea comprar alrededor del 70% de toda la nueva emisión de bonos soberanos, con lo que en 2014 será propietario del 20% de los bonos del gobierno japonés. El apetito de los inversores japoneses por los bonos estadounidenses se ha incrementado desde el inicio de la crisis de la eurozona, si bien retornaron al mercado de valores europeo el año pasado. En particular, recientemente han vuelto a invertir en los países del centro de la eurozona, como Francia, Holanda y Alemania y, a la vez, detuvieron sus ventas de valores periféricos. En este contexto, **se espera que la demanda de activos en euros se incremente siempre y cuando el riesgo de convertibilidad no vuelva a estar presente.**

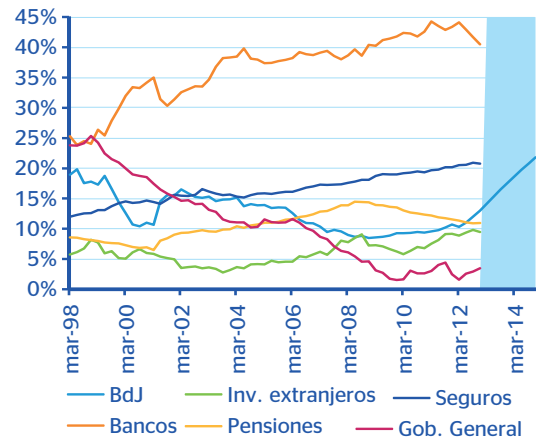
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 5
Rondas sucesivas de QE
(miles de millones de dólares), Fed y BdJ



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 6
Tenedores JGB desde 1998, estructura porcentual (%)



* (Incluyendo T-bills y bonos FILP). El sector público incluye el préstamo al fondo fiscal, mientras que se excluyen fondos públicos de Pensiones incluidos en "pensiones".
Fuente: BBVA Research a partir de Haver

3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

Durante los últimos tres meses se ha consolidado la relajación de las tensiones financieras. A pesar del aumento de la incertidumbre política en Italia y financiera en Chipre, las decisiones de política económica emprendidas en la parte central de 2012 siguen saldándose con una reducción sustancial de la volatilidad. **En España, esta mejora continúa viéndose acompañada del regreso gradual de los flujos de capital y de una mayor resistencia al alza de las primas de riesgo** que pagan tanto el sector público como el privado, **aspecto que sigue constituyendo una innovación positiva sobre el escenario** de consenso del pasado verano para la economía española.

Sin embargo, **el comportamiento de la economía real de los principales socios comerciales del país ha sido peor de lo esperado**, aunque sigue suponiendo un escenario de práctico estancamiento de la actividad en Europa, crecimiento robusto en el resto del mundo, tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos y una depreciación moderada del euro. Dado que la economía europea continúa siendo la principal demandante de exportaciones españolas, **este escenario supone, inevitablemente, un sesgo a la baja sobre el crecimiento, aunque moderado** gracias a la creciente diversificación de los mercados de exportación.

En lo que respecta a los condicionantes domésticos, **la evolución reciente de la economía ha sido ligeramente peor de lo que apuntaban nuestras expectativas**, tanto durante el cuarto trimestre de 2012 como en el primero de 2013. Sin embargo, la información disponible hasta el momento de cierre de esta publicación confirma **un menor deterioro en el 1S13 que el observado en el 2S12**.

Pese a lo anterior, **existen algunos factores domésticos que actuarán como contrapeso**. En el corto plazo, **el Gobierno ha anunciado la prórroga del programa de pago a proveedores, y ha dejado abierta la posibilidad de poner en marcha uno nuevo**, que probablemente incluiría recursos en torno a 2 puntos de PIB y, como su antecesor, podría llegar a tener un impacto significativo, aunque temporal, en la actividad. Asimismo, y de cara al medio y largo plazo, **se han puesto en marcha varias reformas que, en su conjunto, tienen el objetivo de continuar reduciendo los desequilibrios estructurales** de la economía española **para así sentar las bases de una recuperación más robusta**.

En resumen, **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** similar a la registrada en 2012. La necesidad de corrección del déficit y la continuación del proceso de absorción de los desequilibrios acumulados explican la continuidad de la recesión durante el presente año. **Hacia delante, varios factores continúan justificando la vuelta al crecimiento en 2014**. En el panorama económico internacional, se espera una aceleración del ritmo de expansión de la economía mundial, que en el caso del área del euro supondrá el retorno del crecimiento de la actividad. A nivel doméstico, se asistirá a la práctica finalización de algunos procesos de ajuste internos, acompañada por un tono de la política fiscal algo menos contractivo de lo observado en 2012 y 2013. Así, **aunque las previsiones incluidas en esta publicación incorporan una ligera revisión a la baja** respecto a las presentadas hace tres meses, **se mantiene el diagnóstico sobre la evolución subyacente de la economía española**: se tocará fondo en 2013, y 2014 será el año de la recuperación.

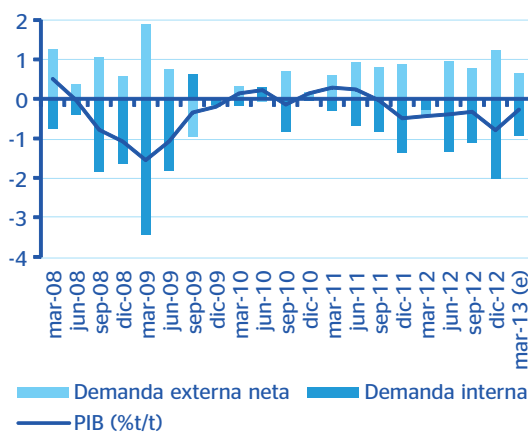
En cualquier caso, la recuperación prevista de la economía española no está exenta de riesgos. A pesar de que el efecto de las medidas puestas en marcha durante 2012 ha prevalecido sobre el reciente aumento de la incertidumbre, tras los episodios en Italia y Chipre, la relajación adicional de las tensiones financieras sigue estando supeditada al avance de los procesos de reformas estructurales tanto en Europa como en España.

La economía española continuó contrayéndose en el 1T13, aunque a un ritmo menor que el observado en el 4T12

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 contrajo un 0,5% t/t en el 1T13³**. De confirmarse esta estimación, el descenso de la actividad entre enero y marzo habría sido inferior al registrado en los compases finales de 2012 aunque, en todo caso, algo más intenso que el esperado a finales del 4T12 (BBVA Research: -0,3% t/t). En lo que respecta a la composición del crecimiento, **los indicadores parciales de coyuntura conocidos a la fecha de cierre de este informe señalan una menor contracción de la demanda doméstica** (contribución a la caída del PIB de -0,9 pp) tras la intensa disminución registrada en el segundo semestre del pasado año ante las medidas fiscales adoptadas en julio. **Asimismo, en el primer trimestre del año se asistió a una recuperación de las ventas al exterior** tras el retroceso temporal observado a finales de 2012 que, en todo caso, confirma la consolidación de la demanda externa neta como soporte de la recuperación, con una contribución al crecimiento trimestral de 0,5pp (véase el Gráfico 7).

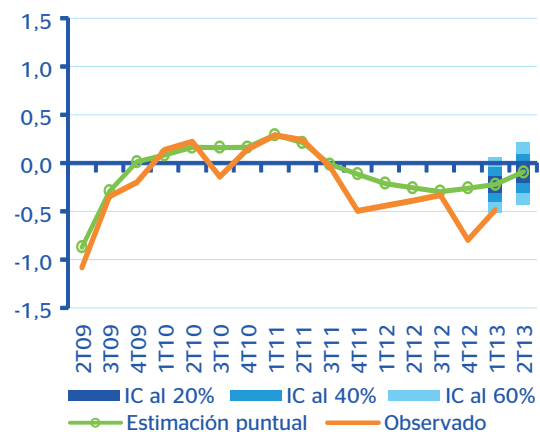
De cara al segundo trimestre de 2013, la información disponible apunta a una continuidad del tono contractivo de la actividad que, en todo caso, seguiría ralentizándose progresivamente (MICA-BBVA Research: entre el -0,1% y el -0,3% t/t) (véase el Gráfico 8)⁴.

Gráfico 7
España:
contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



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

Gráfico 8
España: crecimiento observado del PIB y
previsiones del modelo MICA-BBVA (% t/t)



Previsión actual: 6 de mayo de 2013.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La demanda doméstica privada ralentizó su caída tras las medidas fiscales adoptadas en el 4T12

Tras un cuarto trimestre caracterizado por el brusco 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 suavizó su ritmo de deterioro durante el 1T13**. Dicha evolución se vio condicionada por el efecto base provocado por las repercusiones que los cambios en el IVA (aumento de los tipos general y reducido y modificación de las bases

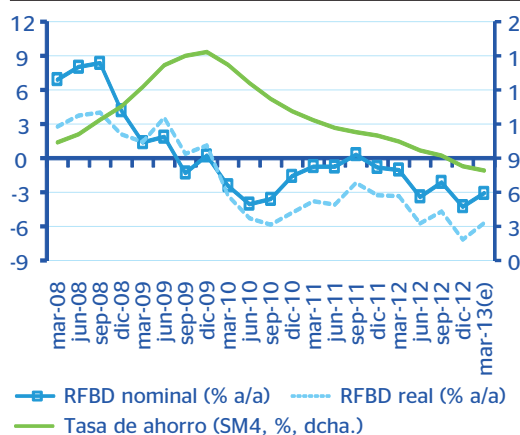
3. Todos los datos relativos a la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) comentados en este informe están corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario (CVEC)

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. http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1212_Situacionconsumo_tcm346-363646.pdf?ts=2312013

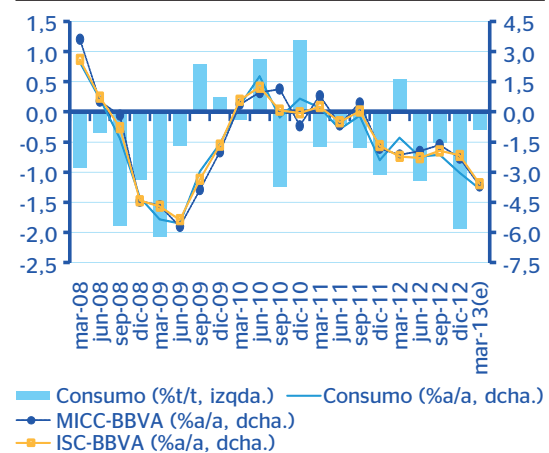
imponibles) y la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos tuvieron sobre el consumo en el 4T12. Adicionalmente, la menor caída esperada de la renta disponible real de los hogares, la mejora de su riqueza financiera neta, la reducción prevista de su tasa de ahorro y la renovación del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE-2)⁶ contribuyeron a sostener el consumo privado entre enero y marzo (véase el Gráfico 9). Así, tanto el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) señalan que **el gasto de los hogares se habría contraído en torno al 0,3% t/t (-3,8% a/a) en el 1T13, frente a la reducción del 2,0% t/t registrada en el trimestre precedente** (véase el Gráfico 10).

Gráfico 9
España: RFBd y tasa de ahorro de los hogares



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

Gráfico 10
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



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

La **inversión en maquinaria y equipo** despidió el 2012 con una importante contracción debida, sobre todo, al peor comportamiento de su principal soporte, la demanda externa, que había venido compensando la continua debilidad de la demanda doméstica. Sin embargo, **los primeros datos de 2013 apuntan hacia una moderación del deterioro** de esta partida de la inversión. Así, tanto las ventas de vehículos industriales como el índice de producción industrial reflejan una contracción menos acusada que en el 4T12. Adicionalmente, todo apunta hacia un mejor comportamiento de las exportaciones, aspecto que, junto con la consolidación de la relajación de las tensiones financieras en los primeros meses del año, auguran una evolución menos desfavorable de esta partida de la demanda. Con todo, el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) señala **una contracción en el 1T13 del 1,6% t/t (-8,2% a/a)** (véase el Gráfico 11).

Durante los primeros meses del año se ha consolidado la tendencia de menor deterioro de la oferta residencial. Sin embargo, los primeros **indicadores de demanda de vivienda adelantan una contracción relevante de las ventas** tras el aumento que experimentaron en el último trimestre de 2012. Según la estadística de transacciones inmobiliarias del Ministerio de Fomento, durante dicho periodo las ventas de vivienda registraron un crecimiento del 17,3% t/t CVEC, el mayor de los últimos dos años, como consecuencia del adelantamiento de la demanda en respuesta a los cambios tributarios que se produjeron en materia de vivienda en enero de 2013⁷. Así, una primera estimación indica que **el cambio de fiscalidad se tradujo en un incremento de las transacciones en torno al 13% durante 2012**, impacto inferior al observado en 2010

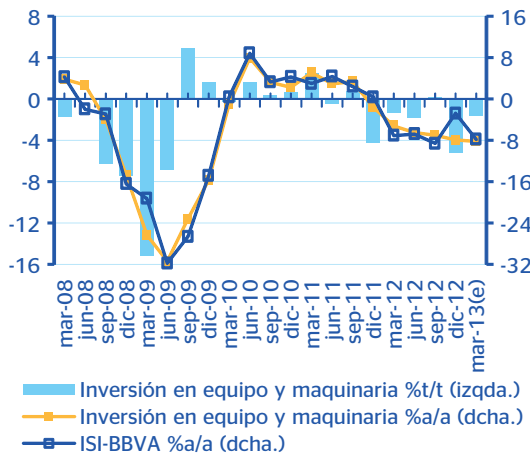
6. Desde el 4 de febrero está vigente la segunda convocatoria del PIVE-2, que tiene como objetivo la sustitución de turismos y vehículos comerciales ligeros con más de 10 años y 7 años de antigüedad (frente a 12 y 10 del PIVE-1), respectivamente, por modelos energéticamente más eficientes. Dotado con 150 millones de euros –el doble que el precedente–, se prolongará durante 1 año o hasta el agotamiento de los fondos. Pueden beneficiarse de la bonificación los particulares, profesionales, autónomos, microempresas y PYMES. La cuantía de la ayuda aportada por el Ministerio de Industria, Energía y Turismo es de 1.000 euros por vehículo, a los que se suma el descuento que ha de aplicar el fabricante o importador y que ascenderá, como mínimo, a 1.000 euros. Como novedad respecto al PIVE, el importe ha aumentado hasta los 3.000 euros (1.500+1.500) para las familias numerosas que adquieran vehículos M1 con más de cinco plazas.

7. A partir del 1 de enero de 2013 el IVA de la vivienda pasó del 4% al 10% y desapareció la parte estatal de la deducción por compra de vivienda. Algunas comunidades autónomas han decidido mantener algún tipo de deducción a la compra de vivienda; en cualquier caso, las cuantías deducibles son menos relevantes y, en la mayoría de los casos, están restringidas a jóvenes y colectivos desfavorecidos. Por su parte, en el País Vasco las haciendas forales mantienen las deducciones.

debido, en parte, a la mejor coyuntura económica que se respiraba entonces. Con todo, a pesar del menor deterioro de la oferta, los flujos de inversión en el sector siguen mostrando una marcada debilidad. Así, tal y como muestra el ISCV-BBVA, **la estimación para 1T13 apunta a una contracción de la inversión en vivienda del 2,6% t/t (-9,2% a/a)** (véase el Gráfico 12).

Gráfico 11

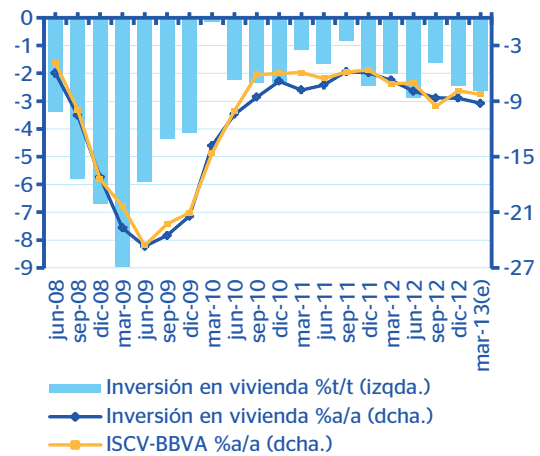
España: datos observados y previsiones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria



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

Gráfico 12

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



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

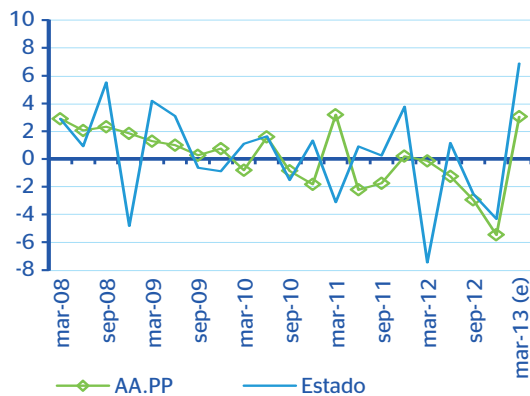
Se modera el ajuste del consumo público, aunque sólo de forma transitoria

Tras el fuerte ajuste de la demanda pública registrado en el 2S12, la información disponible permite anticipar que, en términos reales, este segmento de la demanda **continuó drenando crecimiento a lo largo del 1T13**. No obstante, aunque los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado hasta marzo de 2013 constatan que gran parte del esfuerzo de consolidación fiscal se sigue concentrando en el recorte de la inversión, revelan también una corrección al alza del gasto en consumo final de la administración central en términos nominales (véase el Gráfico 13). Dicha evolución, sin embargo, es de carácter temporal y se corresponde, principalmente, con el efecto base generado tras la eliminación de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos. Por el contrario, el empleo público habría continuado deteriorándose a un ritmo similar al registrado durante el 4T12 (véase el Gráfico 14).

Con estos datos, **se espera que el consumo público haya caído a lo largo del primer trimestre a un menor ritmo que el observado en el segundo semestre de 2012**, mientras que la inversión en construcción no residencial lo haya hecho con una cadencia similar a la de los trimestres anteriores.

Gráfico 13

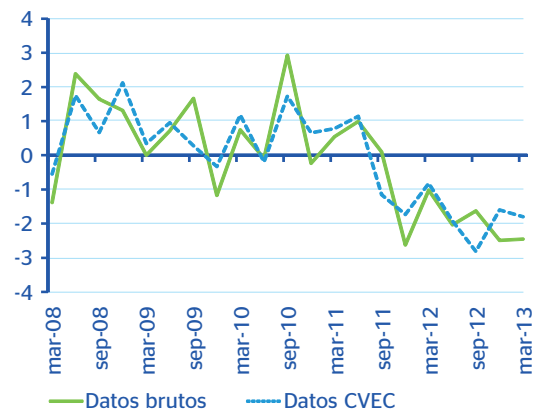
España:
consumo público nominal (% t/t, datos CVEC)



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

Gráfico 14

España: asalariados del sector público (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA)

Se estima una recuperación de las exportaciones en el primer trimestre del año y una nueva contribución positiva del sector exterior al crecimiento

Las exportaciones españolas se desarrollaron durante el cuarto trimestre del pasado año en un contexto de contracción económica en Europa y de continuidad de las dificultades de financiación externa por parte del sector privado. **A pesar de esta coyuntura adversa, el aumento de las exportaciones de servicios no turísticos en el cuarto trimestre (+5,1% t/t) compensó parcialmente la caída final de las exportaciones de bienes (-1,8% t/t),** permitiendo cerrar 2012 con un ritmo de expansión saludable (véase el Gráfico 15).

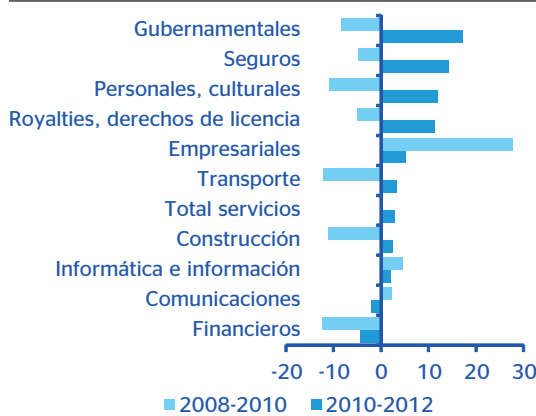
El año 2013 se inaugura con una expectativa de crecimiento en la eurozona menos optimista que la existente hace tres meses, aspecto que inevitablemente presiona a la baja las perspectivas de exportación de la economía española. No obstante, **los indicadores de coyuntura disponibles hasta la fecha muestran señales positivas para el 1T13.** En concreto, las exportaciones reales de bienes provenientes de la balanza comercial retomaron las tasas de crecimiento positivas en enero y febrero, mientras que el indicador de exportación de bienes y servicios de grandes empresas evidenció igualmente avances positivos hasta febrero. Además, el balance de la cartera de pedidos de exportación de la industria cerró el 1T13 con un promedio superior al del conjunto de 2012. **Todo lo anterior se habría traducido en una recuperación de la venta de bienes y servicios no turísticos al exterior del 0,8% t/t y el 2,6% t/t, respectivamente (+4,8% y 18,9% a/a).**

De la misma manera, fruto de la recesión en Europa, y tras dos años de importantes incrementos, a lo largo de 2012 el consumo de no residentes en España entró en una senda de desaceleración que se saldó con una caída cercana al 5,0% t/t en el 4T12. Sin embargo, **la información disponible sobre el 1T13 apunta a una modesta corrección al alza de las exportaciones de servicios turísticos (+0,2% t/t, +0,9% a/a),** tanto en términos del número de turistas como, sobre todo, del gasto turístico (véase el Gráfico 16). En todo caso, habida cuenta del escenario que se contempla para las principales economías europeas, la mayor contribución positiva al sector provendrá de países fuera de la UEM.

Por lo tanto, la información disponible a cierre de esta publicación apunta a una expansión de las exportaciones de bienes y servicios no turísticos y a un virtual estancamiento del turismo, lo que debería haber redundado en **un aumento del 0,9% t/t (6,8% a/a) de las ventas al exterior durante el 1T13.**

Gráfico 15

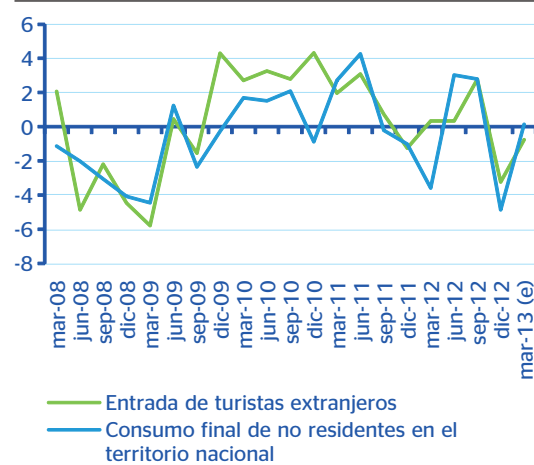
España: índice de comercio exterior de servicios, (variación a/a; %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 16

España: indicadores de exportaciones de servicios turísticos (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La corrección al alza de las exportaciones, junto con el menor deterioro de la demanda interna, propiciaron una **contracción más modesta de las importaciones entre enero y marzo (-0,4% t/t, -3,9% a/a)**. De este modo, los indicadores parciales de coyuntura apuntan a una **contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento ligeramente inferior a la observada en el trimestre anterior (+0,5pp frente +1,2pp)**, aunque con una composición más virtuosa, y la progresiva corrección del déficit por cuenta corriente.

El mercado de trabajo exhibió un menor deterioro en el 1T13

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 Dependencia⁸, **los registros del mercado laboral muestran que el ritmo de destrucción de empleo entre enero y marzo fue ligeramente inferior al registrado en el 4T12**. Así, la afiliación media a la Seguridad Social cayó el 0,8% t/t CVEC en el 1T13 (-1,1% t/t si se incluye la pérdida de cuidadores no profesionales), casi 2 décimas menos que en el 4T12. Por su parte, **el desempleo registrado se estancó en términos desestacionalizados en el 1T13 tras seis años de aumentos ininterrumpidos**, lo que sugeriría una nueva mengua de la población económicamente activa (véase el Gráfico 17)⁹.

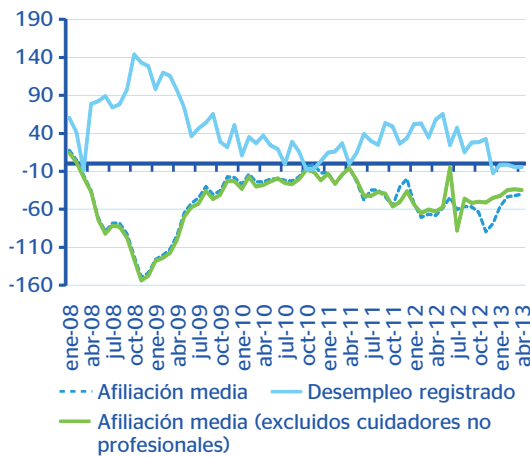
En líneas generales, **la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 1T13 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro**. A pesar de la disminución de la población activa (-85.000 personas, -87.000 CVEC), la caída de la ocupación (-322.400 personas, -200.000 CVEC) provocó un incremento de 1,1pp de la tasa de desempleo hasta el 27,2% (26,7% CVEC). **La reducción del empleo público (-71.400 personas en el 1T12 y -374.800 desde el máximo en el 3T11) contribuyó a que el sector servicios concentrara uno de cada dos puestos de trabajo destruidos**, seguido por la industria y la agricultura. Mientras que la contratación indefinida se redujo en 118.400 asalariados, la temporal lo hizo en 194.400 debido a la estacionalidad desfavorable. En consecuencia, la tasa de temporalidad volvió a disminuir casi 1pp hasta el 22,1% (22,7% CVEC) (véase el Gráfico 18).

8. 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 más de 145.000 afiliados desde el mes de noviembre. Véase: <http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/14/pdfs/BOE-A-2012-9364.pdf>

9. Los registros de abril 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 30.000 personas (descontada la pérdida de cuidadores no profesionales) y un aumento del paro registrado en torno a 13.000. Véase: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/130506_Flash_Espana-Paro_abr13_tcm346-385155.pdf?ts=652013

Gráfico 17

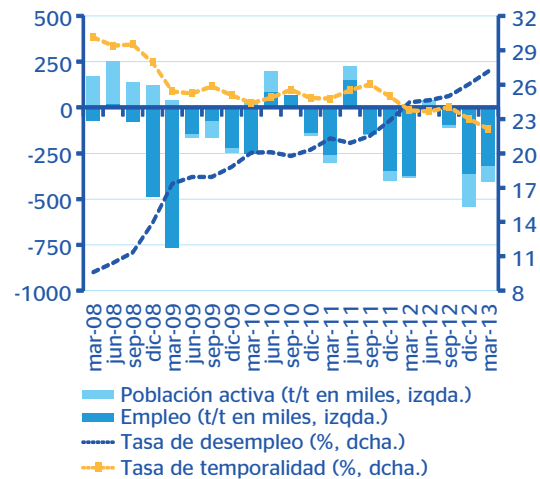
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (Var. mensual en miles de personas, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 18

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los precios de consumo muestran nuevamente un sesgo a la baja, facilitando la contención salarial

Durante el primer trimestre del año **la inflación general se desaceleró 0,4pp hasta alcanzar el 2,4% a/a en marzo**¹⁰. Dicha evolución se correspondió con una desaceleración mayor a la esperada de los precios de la energía que, por otro lado, se trasladó más rápidamente de lo anticipado a algunas rúbricas de la inflación subyacente (véase el Gráfico 19). A pesar de lo anterior, **la inflación subyacente se aceleró 0,2pp entre diciembre y marzo (hasta el 2,3% a/a)**, debido, principalmente, al efecto del cambio de calendario de la Semana Santa en el crecimiento interanual de los precios de los servicios.

Por su parte, los registros del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) señalan que durante el primer trimestre de 2013 **el diferencial de inflación respecto a la zona euro se mantuvo en terreno positivo**. Tanto en términos de la inflación general, como en términos del componente subyacente, el diferencial se habría situado en marzo en torno a los 0,8pp (media histórica de +0,8pp en ambos casos). En todo caso, dado que **esta evolución continúa reflejando el aumento de los impuestos indirectos** en julio de 2012, **no supone una pérdida directa de competitividad de las exportaciones españolas**.

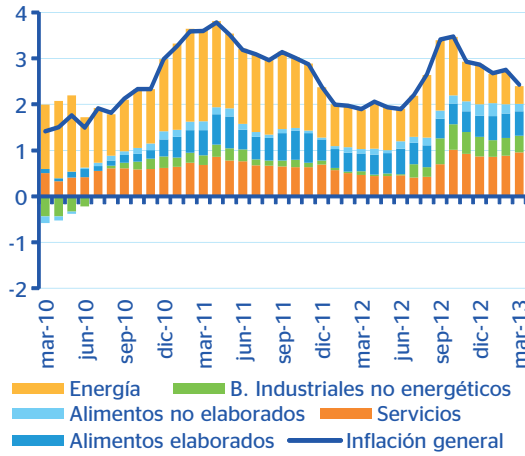
Con todo, dada la debilidad del mercado de trabajo y el proceso de moderación salarial iniciado en 2012 como consecuencia, principalmente, del II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) y de la reforma laboral¹¹, **siguen sin esperarse efectos de segunda ronda significativos causados por el incremento de los precios de la energía y de la subida del IVA**. Al respecto, **el crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo continuó ralentizándose durante el primer trimestre** como se puede observar en el Gráfico 20¹². De hecho, los salarios pactados han aumentado entorno al 0,6% a/a, cifra establecida como límite máximo en el II AENC para el conjunto del 2013.

10. El indicador adelantado del IPC de abril señala una desaceleración de la inflación anual hasta el 1,4% que, según la nota de prensa del INE, se corresponde con una menor presión inflacionista del componente energético. Véase: http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/130429_Flash_Espana-IPCA_abr13_tcm346-384617.pdf?ts=352013

11. Véase el Recuadro 2.

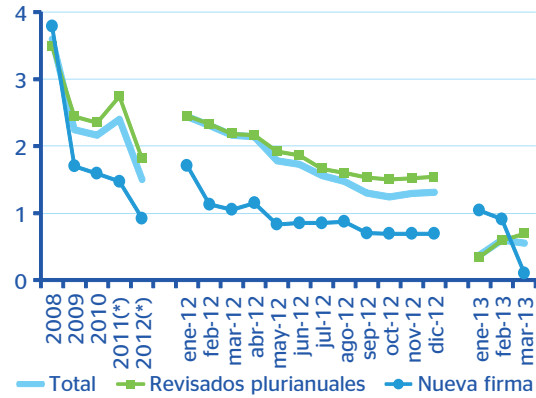
12. Los datos del 1T13 deben ser tomados con cautela ya que el número de convenios registrados fue, tan solo, de 564, que afectaban a 2,4 millones de trabajadores, frente a los 2187 firmados en el 1T12, que vinculaban a 5,0 millones de trabajadores.

Gráfico 19
España:
contribuciones al crecimiento interanual del IPC



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 20
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 INE

Escenario 2013-2014: sesgos a la baja en el corto plazo

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, los fundamentales de la economía española permiten adelantar **la prolongación del deterioro de la actividad durante los próximos trimestres que, en el escenario más probable, se saldará con una retracción del PIB del -1,4% en 2013. En 2014 la actividad crecerá en torno al 0,9%** (véase el Cuadro 1), habida cuenta de la mejora del entorno internacional, la práctica conclusión de algunos de los procesos de ajuste internos y el menor tono contractivo que se prevé tenga la política fiscal. **Nuevamente, la heterogeneidad regional subyacente a estas perspectivas económicas se mantendrá elevada**, siendo la exposición a la demanda externa (especialmente, a la no europea), el ritmo de corrección de los desequilibrios estructurales y la consolidación fiscal los determinantes más relevantes de dichas diferencias (véase la Sección 5).

En todo caso, conviene volver a resaltar que, a pesar de que las decisiones de política económica tomadas en el verano de 2012 continúan acotando la tensión en los mercados financieros, **el ritmo de recuperación previsto en este escenario sigue estando condicionado por la consolidación de la mejora de la confianza en la economía europea y, en particular, en la española.**

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13 (e)	2012	2013 (p)	2014 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	-2,0	-2,3	-2,6	-3,3	-3,9	-2,5	-3,6	-0,8
G.C.F Privado	-1,3	-2,2	-2,1	-3,0	-3,8	-2,1	-3,0	-0,5
G.C.F Hogares	-1,3	-2,2	-2,1	-3,0	-3,8	-2,2	-3,0	-0,5
G.C.F AA.PP	-3,8	-2,8	-4,0	-4,1	-4,3	-3,7	-5,1	-1,8
Formación Bruta de Capital	-7,1	-8,8	-9,2	-9,7	-10,5	-8,7	-8,5	1,3
Formación Bruta de Capital Fijo	-7,4	-9,2	-9,7	-10,3	-10,5	-9,1	-8,5	1,3
Activos Fijos Materiales	-8,1	-10,0	-10,7	-11,0	-10,9	-10,0	-8,9	1,1
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-5,1	-6,4	-7,0	-7,9	-8,2	-6,6	-4,7	4,9
Equipo y Maquinaria	-5,2	-6,5	-7,0	-7,9	-8,2	-6,7	-4,7	4,9
Construcción	-9,5	-11,6	-12,4	-12,3	-12,2	-11,5	-10,9	-1,0
Vivienda	-6,8	-7,9	-8,7	-8,7	-9,2	-8,0	-9,3	0,8
Otros edificios y Otras Construcciones	-11,9	-14,9	-15,8	-15,7	-14,8	-14,6	-12,4	-2,7
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-3,1	-3,8	-4,0	-4,7	-5,2	-3,9	-4,5	-0,4
Exportaciones	2,1	2,7	4,2	3,2	6,8	3,1	4,7	6,4
Importaciones	-5,9	-5,2	-3,4	-5,4	-3,9	-5,0	-4,9	2,8
Saldo exterior (*)	2,4	2,4	2,4	2,8	3,2	2,5	3,0	1,4
PIB pm	-0,7	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0	-1,4	-1,4	0,9
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	-0,3	-0,9	-1,2	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0	1,0
PIB sin construcción	0,7	0,3	0,0	-0,4	-0,5	0,2	-0,2	1,2
Empleo total (EPA)	-4,0	-4,8	-4,6	-4,8	-4,6	-4,5	-4,1	-0,2
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	24,4	24,6	25,0	26,0	27,2	25,0	27,1	26,4
Empleo total (e.t.c.)	-3,7	-4,7	-4,6	-4,7	-4,4	-4,4	-3,9	-0,5

(*) Contribuciones al crecimiento

(e): estimación; (p): previsión

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La recuperación económica repercutirá positivamente sobre la creación de empleo privado en 2014

La disminución esperada del empleo público como consecuencia del proceso de consolidación fiscal se añadirá a la destrucción de empleo privado, que se moderará por el menor deterioro previsto de la actividad económica. En consecuencia, la tasa de paro repuntará a pesar de la caída prevista de la población activa, superando el 27% en 2013. **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 año¹³, provocarán un aumento de la ocupación del sector privado y una ligera reducción de la tasa de desempleo durante la segunda mitad del ejercicio¹⁴.**

13. 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.

14. 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. Boscá, 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.

La demanda externa se consolidará como soporte de la economía española, mientras que la interna reducirá significativamente su contribución negativa al crecimiento en 2014

En primer lugar, **se espera que la consolidación fiscal siga pesando negativamente sobre el crecimiento** en 2013 y de forma algo más moderada en 2014. A pesar de la reciente flexibilización de los objetivos de déficit público, el impacto del deterioro cíclico sobre las cuentas públicas y el todavía elevado coste de financiación de la deuda, hacen que el esfuerzo fiscal pendiente sea todavía significativo (véase la Sección 5). Así, a la luz de las medidas anunciadas por el Gobierno, **se prevé que el consumo público real se reduzca un 5,1% en 2013, mientras que la inversión en construcción no residencial lo haga en un 12,4%**. Dicho tono contractivo de la demanda pública **se moderará a lo largo de 2014, situándose la caída del consumo público real y la inversión en construcción no residencial en torno al -1,8% y -2,7%**, respectivamente.

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 año actual en torno al -3,0% y, en menor medida, durante el próximo (-0,5%)**. Así, el deterioro del empleo provocará una nueva disminución del componente salarial de la renta bruta disponible de los hogares, que retrocederá en 2013 y prácticamente se estancará en 2014. Adicionalmente, el incremento del IVA en septiembre del pasado año –y la anticipación de compras que ha tenido lugar como consecuencia del mismo– tendrá un efecto contractivo permanente sobre el nivel consumo¹⁵. Además, la riqueza inmobiliaria real continuará decreciendo durante los próximos trimestres. 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.

El presente año sigue contemplándose como el de la transición para la **inversión en maquinaria y equipo**. Aunque no contará con el apoyo de la demanda interna, y el coste de financiación se mantendrá relativamente elevado dada la situación cíclica de la economía, **las exportaciones seguirán actuando como soporte. Pese a todo, esto no será suficiente para evitar que en 2013 se registre una nueva contracción de esta partida de la demanda (-4,7% a/a)**, aunque a una tasa más moderada que en 2012. El práctico estancamiento de la demanda doméstica junto al mantenimiento del buen tono de las exportaciones, permitirán que **en 2014 la inversión en maquinaria y equipo vuelva a crecer (4,9% a/a)**.

En cuanto a la inversión en vivienda, 2013 volverá a ser un año de corrección. En términos de actividad residencial no se esperan novedades relevantes. En este sentido habrá que aguardar a la reacción del mercado a la apuesta por la rehabilitación de las nuevas directrices de política de vivienda¹⁶. El objetivo del plan es redirigir la actividad residencial de la construcción a la rehabilitación a través de ayudas a la misma, algo por lo que ya se apostó en el anterior plan de vivienda pero que no ha impedido que la actividad rehabilitadora haya retrocedido, aunque mucho menos que la asociada a la construcción de nuevas viviendas¹⁷. Además, **tras el aumento de ventas producido en 2012** como consecuencia de un adelantamiento de la decisión de compra de los agentes para beneficiarse una fiscalidad más ventajosa, **se espera una reducción de las mismas, lo que también afectará de manera negativa a la inversión**. Pese a todo, en este ámbito habrá que prestar especial atención a la demanda de vivienda por parte de ciudadanos extranjeros, que repuntó más de un 25% en 2012, acumulando tres años de crecimiento consecutivo, datos corroborados por la inversión extranjera en inmuebles que publica el Banco de España y que en 2012 fue un 17,3% superior a la del año anterior.

15. En el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2009 se mostraba que un aumento de 2 puntos porcentuales en el tipo impositivo del IVA provoca una reducción permanente de 0,6 pp del nivel de consumo privado a largo plazo. Véase: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/0911_situacionespana_tcm346-204668.pdf?ts=1742013

16. Real Decreto 233/2013, de 5 de abril, por el que se regula el Plan Estatal de fomento del alquiler de viviendas, la rehabilitación edificatoria, y la regeneración y renovación urbanas, 2013-2016. Véase <http://www.boe.es/boe/dias/2013/04/10/pdfs/BOE-A-2013-3780.pdf>

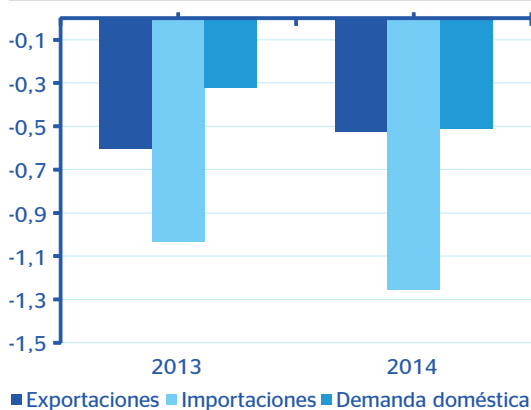
17. Según los datos de SEOPAN, el peso de la rehabilitación en la producción total del sector ha pasado del 24% al 29% entre 2009 y 2012, sobrepasando por primera vez en 14 años al de la construcción residencial, que ha caído desde el 27,4% hasta el 26,6% en el mismo periodo.

En conjunto, **se prevé que la inversión residencial sufra una nueva contracción en 2013, que podría situarse en torno al 9,3%** respecto a 2012. Por su parte, **2014 continúa vislumbrándose como el año del inicio de la recuperación**. La moderada reducción de la tasa de paro, la resolución progresiva de las tensiones en los mercados de financiación y el menor nivel del stock de viviendas sin vender en algunas áreas de la geografía española serán factores que podrían conducir a la estabilización de la inversión en vivienda durante el próximo año.

En lo que respecta al sector exterior, el todavía sólido crecimiento mundial anticipa una expansión promedio de las exportaciones del 5,6% durante el bienio 2013-2014, en parte asistidas por una evolución de la competitividad-precio más favorable. **Esta previsión incorpora una revisión a la baja respecto a la incluida en la anterior edición de esta publicación que se deriva del menor crecimiento previsto en la UEM**. No obstante, como se observa en la simulación presentada en el Gráfico 21, dado el contenido importador de las exportaciones españolas y la repercusión de la desaceleración de la actividad comercial en el resto de sectores de la economía, también se registraría una corrección a la baja de las importaciones -de una magnitud algo superior a la de las exportaciones- y una desviación menor de la demanda interna¹⁸. Lo anterior daría como resultado una mayor demanda externa que compensaría parcialmente el impacto directo sobre el PIB.

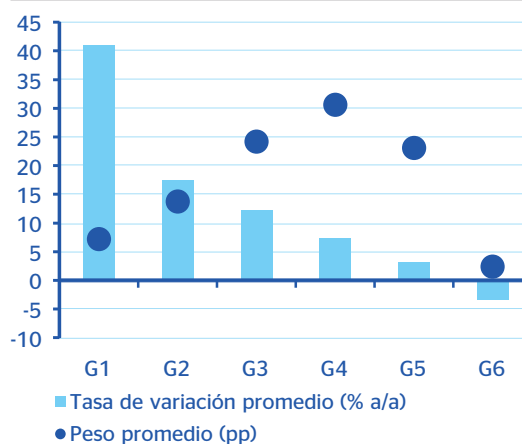
Con todo, conviene destacar que **la ausencia de otros factores indicativos de una sustancial corrección a la baja** y el hecho de que el éxito de las exportaciones españolas durante la crisis haya recaído en **un amplio abanico de productos y nuevos mercados de exportación** (véase el Gráfico 22), **podrían resultar en un impacto incluso menor al que se deriva de las estimaciones históricas**.

Gráfico 21
España: impacto de la revisión del crecimiento del área del euro (pp sobre el escenario base)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 22
España: recuperación de las exportaciones reales por productos, ene-10-feb-13



Nota: G1: crecimiento > 20% (componentes electrónicos, metales no féreos, entre otros). G2: 15%-20% (refino de petróleo, caucho, grasas y aceites, otros productos químicos, entre otros). G3: 10%-15% (otras prendas de vestir, equipo y material mecánico, motores eléctricos, entre otros). G4: 5%-10% (química básica, productos farmacéuticos, productos agrícolas, pasta de papel, entre otros). G5: 0%-5% (vehículos de motor, productos de materias plásticas, frutas y hortalizas preparadas, entre otros). G6: crecimiento <0% (muebles, aparatos de sonido, motocicletas, equipo informático, entre otros)
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

18. El impacto sobre la demanda doméstica previsiblemente se concentraría, principalmente, en la inversión empresarial, aunque el efecto probablemente se trasladaría, en una segunda ronda y en una magnitud menor, a otros componentes de la demanda doméstica.

Como consecuencia del deterioro de los componentes de la demanda interna, **las importaciones continuarían disminuyendo en 2013 (-4,9%)**. Tras tocar fondo, **volverían al terreno expansivo en 2014 (2,8%)**, sustentadas en la menor contracción de la demanda interna y en el impulso continuado de las exportaciones. Esta coyuntura vislumbra **un horizonte 2013-2014** de dinamismo en el sector exterior, **caracterizado por la contribución positiva de la demanda exterior neta** al crecimiento económico. Asimismo, en este contexto, **la economía española experimentaría, por primera vez desde mediados de los años ochenta, superávits por cuenta corriente que, en promedio 2013-2014, podrían alcanzar el 0,7% del PIB**, facilitando el desapalancamiento externo de la economía.

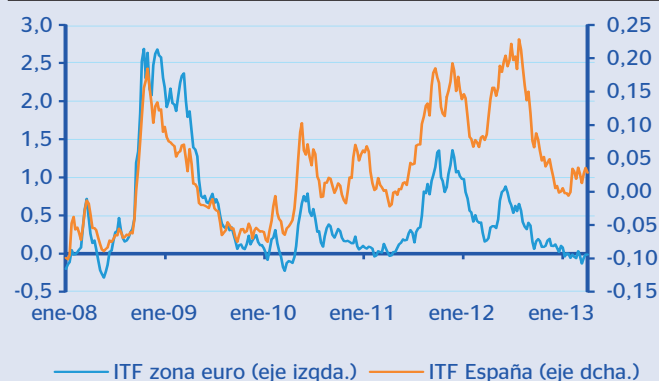
En resumen, **los últimos datos de actividad de la economía europea, así como la continuación del proceso de absorción de los equilibrios acumulados antes de la crisis y la consolidación fiscal imponen un sesgo negativo sobre la caída de la actividad en España durante 2013**. Hacia delante, **la economía española se enfrenta a un entorno de menores tensiones financieras que hace tres meses**. **De consolidarse esta tendencia, el impacto tardará en transmitirse hacia la economía real cuando menos un par de trimestres**, sobre todo, si no es acompañado por una intensificación del proceso de reformas que genere expectativas de mayor crecimiento en el futuro. **El Plan Nacional de Reformas presentado el pasado 26 de abril incluye un diagnóstico acertado de la situación**, pero habrá que esperar a que los plazos definidos efectivamente se cumplan y a que la ambición con la que se diseñen los cambios sea importante. **Finalmente, la recuperación de la economía mundial y el menor impacto negativo de algunos ajustes internos deberían traer de regreso tasas de crecimiento positivas en 2014**.

Recuadro 1. Tensiones en los mercados financieros y crecimiento económico en España

Las tensiones de los mercados financieros en el área del euro en general y en España en particular se han relajado desde mediados de 2012. El anuncio a finales de julio de 2012 del presidente del BCE, Mario Draghi, de tomar las medidas que fuesen necesarias para asegurar la supervivencia del euro¹⁹ generó un fuerte alivio en los mercados financieros, como refleja el Índice de Tensiones Financieras de BBVA Research (ITF)²⁰. El Gráfico 23 da cuenta de la significativa disminución registrada en el índice correspondiente a la economía española a partir del 26 de julio, fecha del discurso de Draghi, en tanto que el ITF del conjunto de la zona euro inicia su caída unas semanas antes coincidiendo con los acuerdos alcanzados durante la cumbre europea en materia de supervisión bancaria única, aprobación de planes de largo plazo en lo relativo a unión bancaria y fiscal y medidas de apoyo al crecimiento.

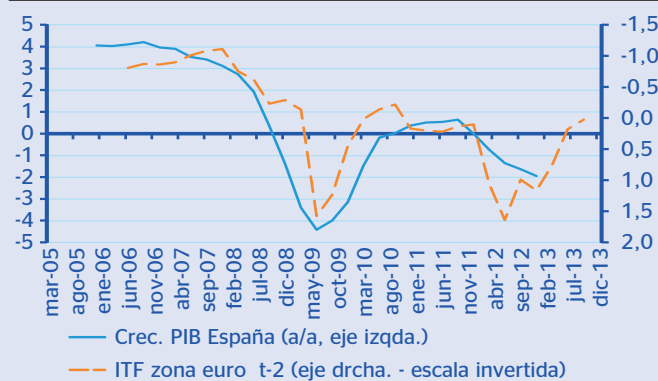
Ahora bien, el estrés en los mercados suele estar correlacionado con fases negativas del ciclo económico. En el caso de la economía española, durante el periodo reciente no solo se verifica una elevada correlación, sino que las tensiones financieras adelantan el crecimiento anual del PIB en dos trimestres. Como puede observarse en el Gráfico 24 el crecimiento del PIB de España y la evolución del ITF de la zona euro²¹ adelantado dos trimestres (en escala invertida) muestran una dinámica similar. Asimismo, y más allá de la comprobación visual, al realizar un análisis estadístico, el crecimiento interanual del PIB de España alcanza una correlación negativa y significativa tanto con respecto al índice de la zona euro (83%) como al de España, ambos adelantados 2 trimestres²².

Gráfico 23
ITF, zona euro y España



Fuente: BBVA Research

Gráfico 24
PIB de España (a/a, %) e ITF zona euro



Fuente: BBVA Research

Resultados semejantes se obtienen al aproximar el crecimiento económico de España con un PIB (que se denomina como “ajustado”), que no incorpora los sectores que se encuentran en un proceso de reestructuración como el de la construcción inmobiliaria, el público y el financiero (veáse el Gráfico 25).

Por otro lado, **los resultados obtenidos para España se pueden verificar también para la zona euro, donde su ITF adelanta al PIB de la región, aunque en este caso solo en un trimestre.** Al igual que en el caso de España, el ITF de la zona euro alcanza una correlación negativa y elevada (72%) respecto al crecimiento de la zona euro al adelantar el mismo en un trimestre (veáse el Gráfico 26).

19: Este anuncio se concretó a comienzos de septiembre con el establecimiento de un programa de compras de deuda soberana en mercados secundarios (programa OMT) que asegurase la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro. A finales de abril de 2013 no ha sido necesaria su efectiva puesta en práctica.

20: El Índice de Tensiones ITF sintetiza en un solo indicador la dinámica de un conjunto de variables que miden la volatilidad de mercados de capitales, tipos de interés y divisas, riesgo de crédito (incluyendo el soberano) y tensiones de liquidez. Para más detalle ver el Observatorio económico: “Tensiones financieras y actividad económica en EEUU y la zona euro”, disponible en internet en:

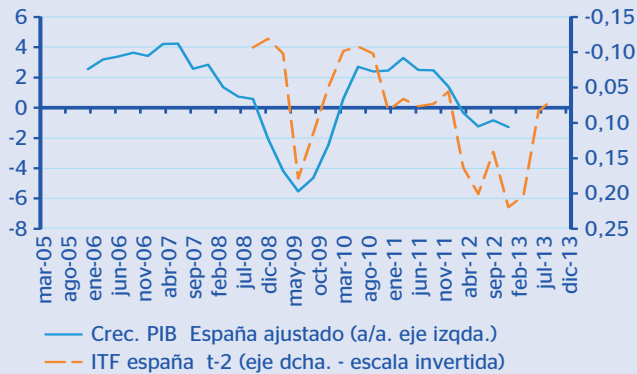
http://www.bbva.com/BBVAResearch/KETD/fbin/mult/111006_Observatorio_economico_escenarios_ec_tcm346-270914.pdf?ts=2642013

21: A pesar de que el análisis es sobre economía española, y que se cuenta con un índice específico para ella, se utiliza también el ITF de la zona euro ya que la muestra disponible para este último es más extensa. Este detalle es de gran importancia al comprobar la robustez de los modelos econométricos que se plantean más abajo.

22: La correlación encontrada respecto al ITF de España es algo menor, lo cual se explica simplemente porque se cuenta, con una muestra más corta para este índice.

Gráfico 25

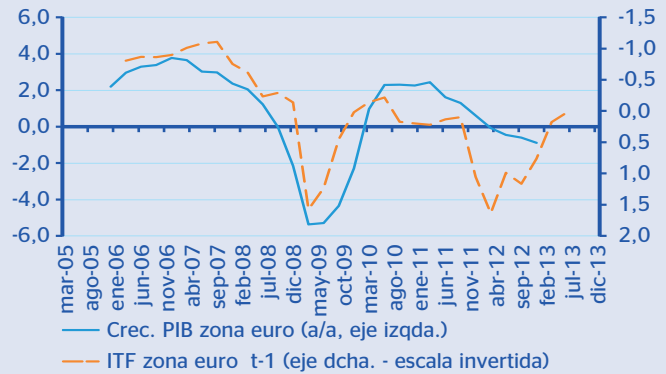
España: PIB ajustado* (a/a, %) e ITF



* PIB sin sector público, construcción ni sector financiero.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 26

Zona euro: PIB (a/a, %) e ITF



Fuente: BBVA Research

Dada la relación existente entre tensiones financieras y crecimiento, es relevante plantear en qué medida la acción del BCE ha supuesto un **soporte para la actividad económica** del conjunto del área del euro, y en particular para España. Por ejemplo, sería interesante comparar un escenario de inacción por parte del BCE (es decir, de mantenimiento de las tensiones financieras en los niveles observados en julio del año anterior) con el de mejora que se ha observado desde entonces (véase el Gráfico 27). Para responder a esta pregunta **se ha estimado un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR)²³, que tiene como variable dependiente el PIB de España, e incluye como explicativas el ITF del euro y la actividad de los países de la OCDE.** En lo que respecta al ITF, y por razones de extensión de muestra (como se comentó anteriormente), además del índice de España se ha utilizado el índice de la zona euro. Asimismo, se plantea una especificación adicional que contempla como

variable dependiente el PIB ajustado en lugar del PIB total, atendiendo a las ganancias conseguidas por el primero en términos de correlación respecto al ITF de España.

En resumen, se emplean cuatro especificaciones del modelo SVAR que incluyen alternativamente el ITF de la zona euro y de España, y el PIB total vs el ajustado.

Todas las especificaciones probadas exhiben funciones de impulso respuesta (FIR) razonables (ej.: véase el Gráfico 28), donde, en particular, el impacto del ITF en el PIB (en términos globales) arroja un signo correcto y una magnitud similar a la obtenida en estudios anteriores²⁴. Asimismo, la respuesta del PIB transcurridos 12 meses no es significativamente diferente de cero lo que indica que un shock sobre los niveles de stress se extingue en el tiempo (aproximadamente en un año), no teniendo efectos permanentes sobre el crecimiento de la actividad, aunque sí sobre sus niveles.

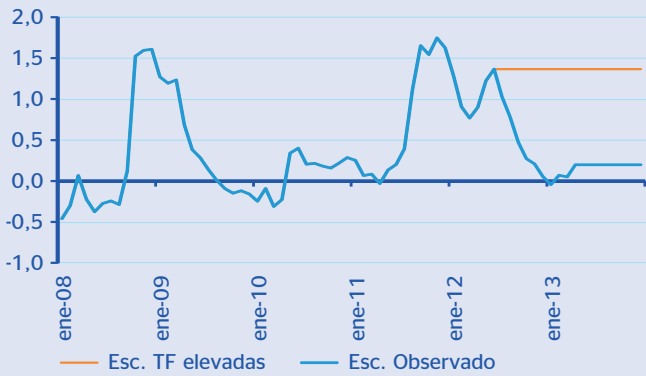
23. Un VAR es un modelo de ecuaciones simultáneas donde en cada ecuación solo aparecen como variables explicativas valores rezagados de las variables del modelo. Los modelos VAR en la práctica no verifican restricciones razón por la cual sus shocks no se encuentran identificados, sin embargo estos pueden llegar a identificarse imponiendo distintos criterios. En este caso hemos identificado el modelo mediante la descomposición de Cholesky, lo cual significa que se impone un orden de exogeneidad de las variables.

24. En particular puede verse un análisis similar elaborado para la economía de EEUU y de la zona euro en: "Tensiones financieras y actividad económica en EEUU y la zona euro", publicado en el Situación Global del cuarto trimestre de 2011. Disponible en internet en: http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1111_Situacionglobal_tcm346-275670.pdf?ts=2642013

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 27

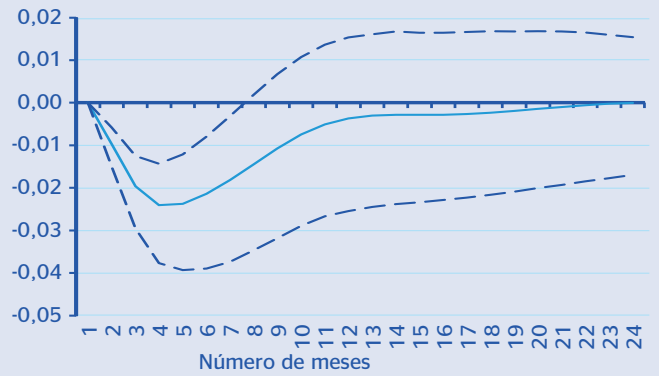
Escenarios de ITF: observado vs negativo



Fuente: BBVA Research

Gráfico 28

Respuesta del PIB (m/m, %) a un shock de ITF



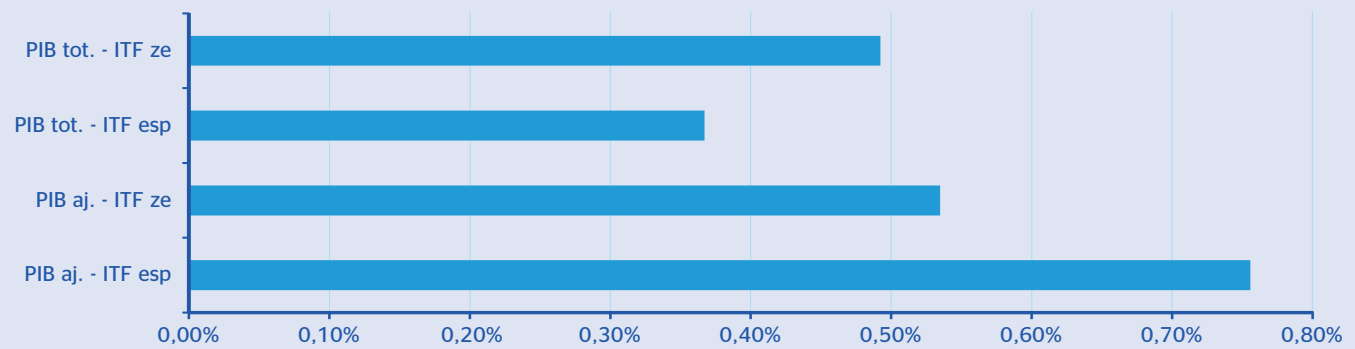
Fuente: BBVA Research

En el Gráfico 29 se muestra que el impacto diferencial acumulado de un escenario de tensiones financieras elevadas frente al observado se encuentra entre 0,4% y 0,8% de crecimiento en el período desde el tercer trimestre del año anterior y el segundo de 2013. Al analizar los impactos arrojados por las distintas especificaciones del modelo SVAR se observa que la configuración que incorpora el PIB total y el ITF de España es la que estima el menor impacto en términos de PIB (0,4 pp), en tanto que la especificación que incluye el PIB ajustado y el ITF de España arroja un impacto en torno al doble (0,8 pp).

Este rango de impacto en términos de crecimiento se debe a las diferencias de las FIR obtenidas resultado del nivel de correlación histórica entre los distintos PIB e ITF utilizados. En este sentido, aun cuando las dinámicas de las FIR son similares, las magnitudes de las respuestas presentan algunas diferencias significativas que dan lugar a los distintos impactos comentados. No obstante, es posible que los resultados obtenidos en términos de ganancia de crecimiento consistente con un escenario de tensiones financieras más bajas, puedan resultar algo limitadas si la estrategia de modelización (modelo SVAR) no logra captar las no-linealidades que surgen ante un escenario, por ejemplo, de extrema caída del ITF.

Gráfico 29

España, impacto diferencial en el crecimiento desde julio-12 a junio-13 (%): esc. observado vs. esc. TF elevadas



Fuente: BBVA Research

Recuadro 2. Persistencia del desempleo y dinámica salarial en España

Durante las últimas cuatro décadas, **la economía española se ha caracterizado por exhibir una tasa de desempleo persistentemente elevada** que, en el ciclo recesivo actual, se ha triplicado hasta alcanzar el 27,2% en el primer trimestre del 2013. Como se muestra a continuación, **las deficiencias en la formación de precios y de salarios explican gran parte de la evolución adversa de la tasa de desempleo, especialmente durante la crisis presente**. Con todo, **la moderación salarial observada a lo largo del pasado año contribuyó a atenuar la caída de la ocupación y, por tanto, el incremento de la tasa de paro**. El acuerdo para el empleo y la negociación colectiva rubricado en enero de 2012 y la reforma laboral aprobada en febrero del mismo año habrían contribuido a flexibilizar el mercado laboral. Los resultados que aquí se presentan indican que **si no se hubiesen moderado las exigencias salariales en 2012, se habrían perdido 60.000 puestos de trabajo adicionales** en el corto plazo y la tasa de paro habría aumentado 0,6 pp más. A medio y largo plazo, la contención salarial de 2012 habrá evitado la destrucción de unos 300.000 empleos y el repunte de la tasa de paro en 1,7pp. Adicionalmente, **si el mercado laboral español hubiese contado con unas instituciones laborales más adecuadas** al inicio de la crisis, **se podría haber evitado la destrucción de 1.000.000 de empleos** en el largo plazo, de manera que la tasa de desempleo sería 6 puntos inferior.

El ajuste del empleo como respuesta a las rigideces de salarios y precios

Considerando lo sucedido durante las recesiones precedentes y dadas las perturbaciones macroeconómicas que han azotado a la economía española durante el último quinquenio, **la naturaleza de ajuste del mercado de trabajo durante el ciclo actual no es una sorpresa**. Así, era de esperar que las rigideces salariales inducidas por el sistema de negociación colectiva, la ausencia de mecanismos de flexibilidad interna a la empresa, la segmentación provocada por la magnitud del diferencial de costes de despido entre trabajadores con contrato

indefinido y temporal, la escasa condicionalidad de las políticas pasivas del mercado de trabajo y la orientación errónea de las políticas activas causasen un retroceso de la ocupación, pero no de la remuneración ni del número de horas trabajadas por empleado, ante una caída de la demanda y oferta agregadas como la que ha tenido lugar²⁵.

En efecto, a pesar del carácter expansivo de las políticas fiscal y monetaria al inicio de la crisis, **la demanda interna (consumo e inversión) se ha reducido un 15,5% desde 1T08**, lo que ha producido **una disminución acumulada del PIB del 6,5%**. **La contracción de la actividad económica se ha traducido en una reducción del empleo del 16,2%** (véase el Gráfico 30). Las causas de esta elasticidad excepcionalmente elevada se encuentran en el aumento del número de horas trabajadas por ocupado y, sobre todo, en el crecimiento salarial. Como se puede observar en el panel derecho del Gráfico 30, la remuneración nominal por asalariado subió el 10,1% entre 1T08 y 4T11, mientras que la real lo hizo el 7,8%. El incremento de los costes salariales, unido a la escasa competencia en el mercado de productos, a los cambios impositivos y al aumento de las tarifas reguladas, ha contribuido a que los precios hayan ascendido de modo persistente a pesar de la caída de la demanda doméstica, lo que ha redundado en una menor demanda de empleo.

La destrucción masiva de puestos de trabajo y la evolución contracíclica de la población activa -especialmente, durante los primeros compases de la crisis²⁶ - han provocado un aumento de 16,9 puntos porcentuales (pp) de la tasa de paro (véase el Gráfico 31). Pero si bien la magnitud que ha alcanzado el desempleo es preocupante, la posibilidad de que se mantenga elevado durante un periodo de tiempo prolongado lo es todavía más. Esta dificultad para revertir el crecimiento del paro, conocida como *efecto histéresis*, y cuyo origen se encuentra, entre otros aspectos, en las deficiencias en la formación de precios y salarios, ha sido ampliamente documentada para la economía española tras las recesiones precedentes²⁷.

25: Un análisis detallado de cómo las instituciones laborales afectan al funcionamiento y resultados del mercado de trabajo se puede encontrar en Blanchard y Wolfers (2000), BBVA (2009) y García (2011), entre otros.

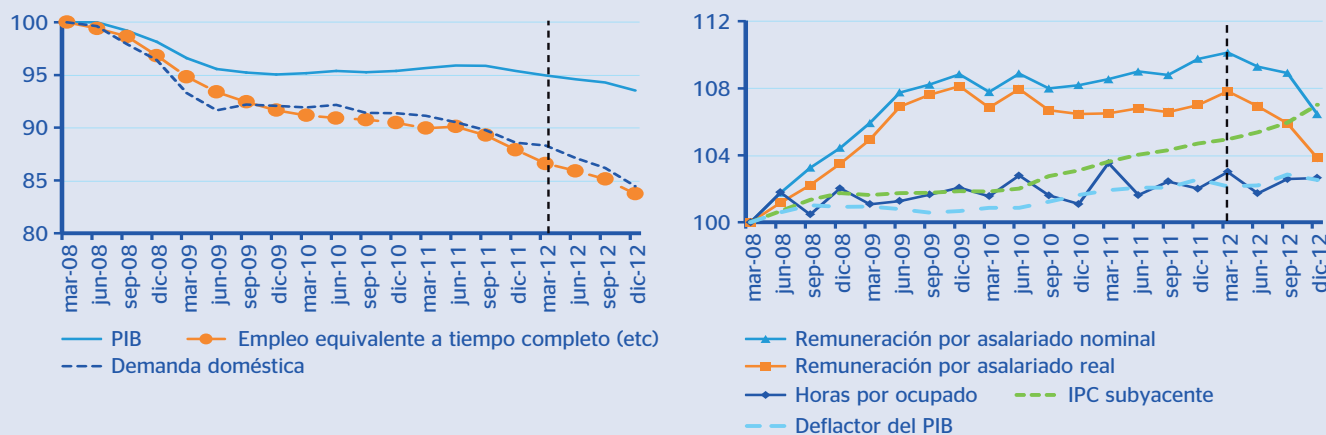
26: Como se demuestra en el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2008, el crecimiento de la población activa durante el inicio de la crisis se explicó por un efecto trabajador añadido caracterizado por el incremento de la propensión a participar en el mercado de trabajo de colectivos con una probabilidad de inserción laboral tradicionalmente reducida (mujeres, jóvenes, poco cualificados, etc.).

27: Véase el Capítulo 8 de Cahuc y Zylberberg (2004) para un análisis de los determinantes del efecto histéresis y Dolado y López-Salido (1996) para conocer las causas de la persistencia de la tasa de desempleo en España.

El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

Gráfico 30

España: evolución del mercado laboral (Datos corregidos de variaciones estacionales, calendario y atípicos, 1T08=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 31

España: población activa y tasa de desempleo (Datos corregidos de variaciones estacionales, calendario y atípicos, 1T08=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Sin embargo, a diferencia de lo sucedido en el pasado, **dos factores acacidos en 2012 han comenzado a inducir cierta flexibilidad en el proceso de determinación salarial**, lo que debería contribuir a mitigar el grado de histéresis del mercado laboral español. **El primero es el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva**

2012-2014, suscrito por CEOE, CEPYME, CCOO y UGT a finales del mes de enero²⁸. Además del impulso de la flexibilidad interna como alternativa a la destrucción de empleo, el texto del acuerdo contiene otros aspectos positivos como la apuesta por la moderación salarial y la promoción del pago por rendimiento (véase el Cuadro 2).

Cuadro 2

II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012-2014: moderación salarial

	2012	2013	2014
Crecimiento salarial pactado en convenio colectivo	≤ 0,5%	≤ 0,6%	≤ 0,6% si ΔPIB2013 < 1% ≤ 1,0% si 1% ≤ ΔPIB2013 < 2% ≤ 1,5% si ΔPIB2013 ≥ 2%
Cláusula de revisión salarial		(inflación -2%) si inflación > 2% La menor de (España, UEM)	
Inflación de referencia		Se excluirá el componente energético si el crecimiento interanual del Brent en diciembre es > 10%	

Fuente: BBVA Research

28: Resolución de 30 de enero de 2012, de la Dirección General de Empleo, por la que se registra y publica el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012, 2013 y 2014 <http://www.boe.es/boe/dias/2012/02/06/pdfs/BOE-A-2012-1778.pdf>

El segundo es la reforma sustantiva del mercado de trabajo, aprobada en febrero como Real Decreto-Ley y en julio, como Ley²⁹. Entre los numerosos cambios que introduce la reforma, destacan tres que facilitan el reequilibrio entre la corrección del margen extensivo (ocupados) y del intensivo (horas de trabajo y remuneración) ante diferentes perturbaciones:

1. La descentralización y modernización del sistema de negociación colectiva, al otorgar prioridad aplicativa a los convenios de empresa y eliminar la prórroga indefinida del convenio en caso de denuncia (ultractividad).
2. La disminución significativa de los costes de despido, tanto del improcedente (desaparece el despido 'expres' y se generaliza la indemnización de 33 días por año trabajado con un máximo de 24 mensualidades) como del procedente (se simplifican las causas económicas que posibilitan el despido procedente y se eliminan los salarios de tramitación excepto en los supuestos de readmisión del trabajador).
3. La promoción de los mecanismos de flexibilidad interna, ya que: i) se facilita la modificación sustancial de las condiciones del contrato de trabajo –en particular, de la cuantía salarial- y se suprime el requisito de autorización administrativa previa para la suspensión del contrato o la reducción de la jornada por causas económicas, técnicas, organizativas o productivas; ii) se reduce la incertidumbre en cuanto a las causas económicas que posibilitan el descuelgue del convenio colectivo y se amplían las materias sobre las que la empresa se puede descolgar (jornada, horario, régimen de trabajo a turnos, sistema de trabajo, funciones, etc.); iii) se permite la movilidad funcional entre grupos profesionales y no solamente entre categorías.

Entre otras consecuencias, el acuerdo entre las organizaciones sindicales y empresariales y la reforma laboral han propiciado una **reducción acumulada de la retribución nominal por asalariado del 3,3% en 2012** (-3,7% en términos reales), como se puede observar en el Gráfico 30. Pero, ¿cuáles han sido las consecuencias sobre el empleo?

Modelo y resultados

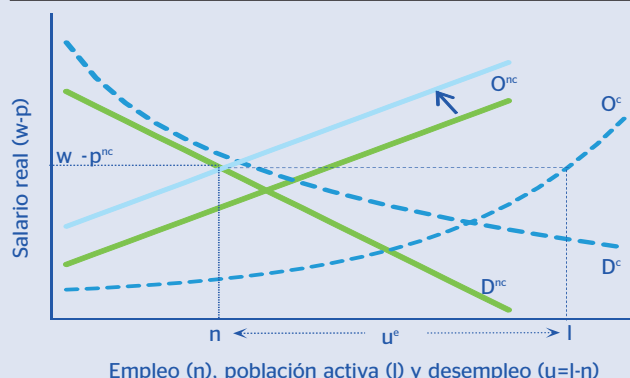
Con la finalidad de analizar cómo las deficiencias en la formación de precios y salarios afectan a la magnitud y persistencia de la tasa de desempleo se ha estimado un modelo VAR estructural que permite identificar el impacto de las principales perturbaciones estructurales

inobservables sobre las magnitudes del mercado laboral español³⁰. En particular, se ha considerado una simplificación de la economía española en la que sus fluctuaciones se derivan de shocks de demanda y oferta agregada, de participación laboral y de demanda y oferta de empleo no competitivas. Estos últimos se derivan de los cambios tanto en el poder de mercado ejercido por los agentes económicos durante la fijación de precios (demanda de trabajo no competitiva) y salarios (oferta de trabajo no competitiva), como de las distorsiones impositivas presentes en los mercados de bienes y factores productivos (demanda y oferta no competitivas).

La mayor parte de la discusión y los resultados que se presentan a continuación se concentran en los últimos dos shocks. Los Gráficos 32 y 33 muestran el funcionamiento del mercado laboral en el largo plazo bajo las hipótesis recogidas en el marco teórico considerado. Como se puede observar, la existencia de una demanda y una oferta de empleo no competitivas redundan en un salario real mayor que el que vaciaría el mercado ($w \cdot p^{nc}$) y, por tanto, en una tasa de desempleo estructural positiva (u^e). Ante un shock positivo de oferta de empleo no competitiva (desplazamiento de la recta O^{nc} hacia la izquierda), se reduce permanentemente el nivel de empleo y aumentan tanto la tasa de paro como el salario real (Gráfico 32). Ante un shock positivo de demanda de empleo no competitiva (desplazamiento de la recta D^{nc} hacia la izquierda), también disminuye permanentemente el nivel de empleo y aumenta la tasa de paro, pero en este caso se reduce el salario real (Gráfico 33).

Gráfico 32

Respuesta del mercado laboral a un shock positivo de oferta de empleo no competitiva



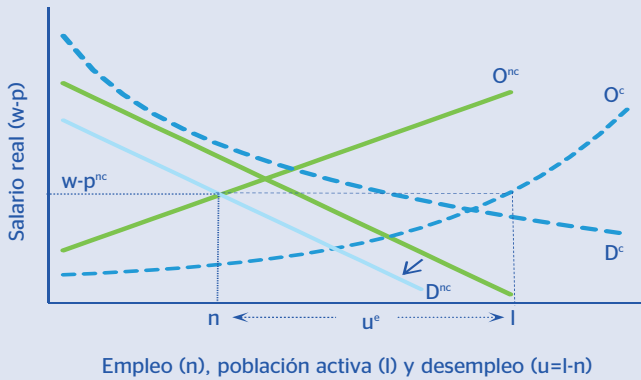
Nota: D^c y O^c denotan la demanda y oferta competitivas, mientras que D^{nc} y O^{nc} la demanda y oferta no competitivas.

Fuente: BBVA Research

29: Véase el Recuadro 4 de BBVA (2012) para una valoración de la reforma del mercado de trabajo y de sus resultados esperados.

30: En el anexo 1, se detalla la forma estilizada del modelo así como su solución de largo plazo. El modelo presenta una estructura estándar a la Blanchard-Quah (1989) ampliada con un bloque de precios y salarios a la Layard-Nikell (1991), donde se contempla una economía cerrada, con rigideces en la formación de precios y salarios y un único factor de producción homogéneo (trabajo); por tanto, no se distingue entre empleo público y privado y/o entre el empleo indefinido y temporal. Toda vez que estas fuentes de heterogeneidad son relevantes para la economía española, los resultados presentados deben interpretarse con cautela y en términos agregados.

Gráfico 33
Respuesta del mercado laboral a un shock positivo de demanda de empleo no competitiva



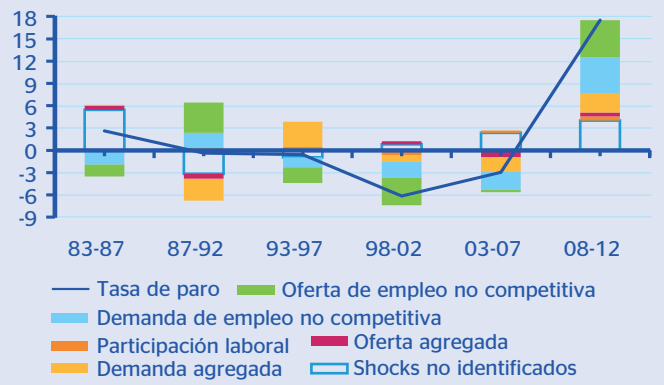
Nota: D^c y O^c denotan la demanda y oferta competitivas, mientras que D^{nc} y O^{nc} la demanda y oferta no competitivas.

Fuente: BBVA Research

En el anexo 2, se presentan las funciones de respuesta al impulso estimadas para los **shocks positivos de demanda y de oferta de empleo no competitivos**, que cuantifican su impacto sobre las principales macromagnitudes de la economía española a lo largo del tiempo. En líneas generales, **los resultados confirman las predicciones que se desprenden del modelo teórico**. En primer lugar, se constata que **ambos shocks tienen un efecto negativo y permanente sobre la actividad y el empleo**. En segundo lugar, se observa que los **shocks de oferta de empleo no competitiva tienen un impacto positivo y permanente sobre los salarios reales y su participación en la renta nacional**, mientras que la respuesta de estas variables ante un **shock de demanda no competitiva de empleo es negativa y persistente**. Finalmente, ambas perturbaciones presionan al alza la productividad aparente del trabajo y a la baja la población activa, lo que implica un mayor deterioro del empleo que de la actividad y de la tasa de paro, tal y como se ha constatado durante la actual recesión.

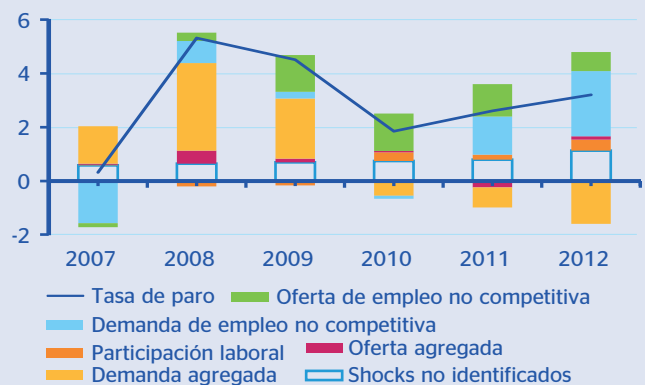
Los gráficos 34 y 35 muestran las contribuciones tanto de los **shocks** identificados como de los no identificados a la evolución observada de la tasa de desempleo en España durante las últimas cuatro décadas. Concentrando la atención en la última etapa contractiva, se observa en el Gráfico 34 que **la mayor parte del repunte de la tasa de paro entre 2008 y 2012 (17,5 pp) se explica por las rigideces en la formación de precios y salarios (prácticamente 10 puntos)**, tal y como se observó en la crisis económica de principios de los noventa. En contrapartida, los **shocks de oferta y demanda agregada junto con los de participación laboral explican 3,7pp**, mientras que los no identificados los 4,0pp restantes.

Gráfico 34
Descomposición histórica de la variación acumulada de la tasa de paro (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 35
Descomposición histórica de la variación anual de la tasa de paro (pp)



Fuente: BBVA Research

A tenor de lo anterior, **la moderación salarial observada a lo largo del pasado año habría relajado la presión negativa de la oferta no competitiva de empleo sobre el mercado laboral español**. Así, como se ilustra en el Gráfico 35, la contribución de este **shock** al repunte anual de la tasa de paro se redujo desde los 1,2pp en 2011 hasta los 0,7pp en 2012. Naturalmente, gran parte de esta contribución todavía positiva en 2012 se deriva del comportamiento pasado de la oferta no competitiva dado que, como se comentaba anteriormente, esta perturbación tiene efectos significativos y persistentes sobre el comportamiento del mercado laboral español.

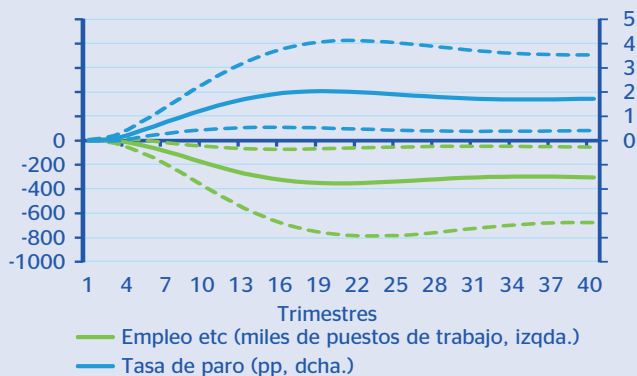
En consecuencia, se han realizado dos experimentos contrafactuales que permiten poner en valor la reducción del componente no competitivo de la oferta de trabajo durante 2012. Dado que la metodología implementada permite la identificación de las perturbaciones estructurales que gobiernan las fluctuaciones de la economía, es posible simular qué habría sucedido: i) en ausencia de una de

ellas o ii) si una de estas perturbaciones tuviese un signo y/o magnitud diferente a la realizada. En el caso que nos atañe se responde a las siguientes preguntas:

- **Contrafactual 1:** ¿Cuántos puestos de trabajo³¹ adicionales se habrían destruido de no haberse dado la moderación salarial de 2012?
- **Contrafactual 2:** ¿Cuántos puestos de trabajo se habrían preservado si el proceso de moderación salarial hubiese empezado al principio de 2008?

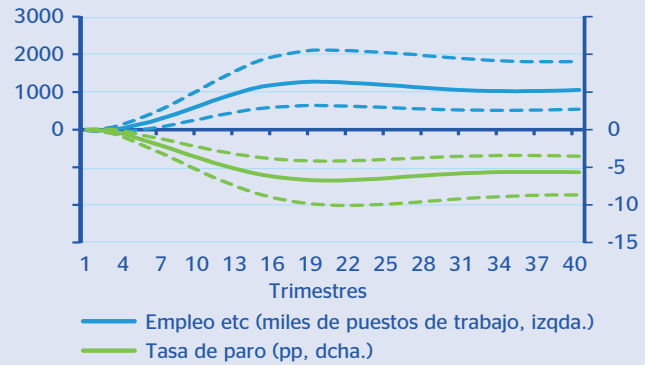
Respecto a la primera de estas preguntas, los resultados indican que si **no se hubiesen moderado las exigencias salariales en 2012, se habrían perdido 60.000 empleos adicionales en el corto plazo** y la tasa de paro habría aumentado 0,6 pp más (véase el Gráfico 36). **A medio y largo plazo, la destrucción añadida de empleo podría llegar hasta los 300.000 puestos de trabajo** y la tasa de paro, repuntar 1,7pp. En lo que respecta a la segunda pregunta, los resultados en el Gráfico 37 desvelan que **si las demandas salariales se hubiesen ajustado en 2008** o, lo que es equivalente, si el mercado laboral español hubiese contado con unas instituciones laborales más adecuadas en el inicio de la crisis, **se habría evitado la destrucción de 1.000.000 empleos en el largo plazo y la tasa de desempleo sería 6 puntos inferior.**

Gráfico 36
Resultados del contrafactual 1
(desviación respecto al escenario base)*



* Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza de los percentiles 16 y 84.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 37
Resultados del contrafactual 2
(desviación respecto al escenario base)*



* Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza de los percentiles 16 y 84.
Fuente: BBVA Research

En síntesis, las deficiencias en la formación de precios (derivadas de una competencia insuficiente) y de salarios (provocadas por unas instituciones del mercado de trabajo arcaicas) explican gran parte de la evolución adversa de la tasa de desempleo en España durante las últimas cuatro décadas, especialmente durante la “Gran Recesión”. Dichas rigideces explican prácticamente 10 puntos del repunte observado de la tasa de paro desde 2008. Sin embargo, durante 2012 la reforma laboral y el acuerdo para el empleo y la negociación colectiva suponen un ajuste más equitativo del mercado laboral al repartir los efectos de un *shock* negativo entre el margen extensivo (empleo) y el salario. En este contexto, el proceso de moderación salarial registrado en 2012 habría evitado la pérdida de 60.000 puestos de trabajo a corto plazo y de 300.000 a medio y largo plazo. Si las instituciones laborales hubiesen sido más versátiles cuando el ciclo recesivo comenzó y, por tanto, se hubiesen ajustado las remuneraciones ante la nueva coyuntura, se habrían salvado 1.000.000 de puestos de trabajo en el largo plazo.

31: Equivalentes a tiempo completo.

Referencias

- Balmaseda, M., J. J. Dolado, D. López-Salido (2000): "The dynamic effects of shocks to labour markets: evidence from OECD countries", *Oxford Economic Papers*, 52, 3-23.
- Blanchard, O. J. y D. Quah (1989): "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances", *The American Economic Review*, vol. 79(4), 655-673.
- Blanchard, O. J. y J. Wolfers (2000): "The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence", *The Economic Journal*, 110: 462, C1-C33.
- BBVA (2008): *Situación España. Noviembre 2008*. Madrid. Disponible en: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/ESTES_0811_SituacionEspanya_17_tcm346-179409.pdf?ts=1242013
- (2009): *Situación España. Marzo 2009*. Madrid. Disponible en: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/0903_situacionespana_tcm346-189472.pdf?ts=1542013
- (2012): *Situación España. Segundo trimestre 2012*. Madrid. Disponible en: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1205_Situacionespana_tcm346-326621.pdf?ts=1642013
- Cahuc, P. y A. Zylberberg (2004): *Labor Economics*. The MIT Press. Cambridge.
- Dolado, J. J. y J. F. Jimeno (1997): "The causes of Spanish unemployment: A structural VAR approach", *European Economic Review*, vol. 41(7), 1281-1307.
- Dolado, J. J. y D. López-Salido (1996): "Histéresis y fluctuaciones económicas (España, 1970-1994)", *Moneda y Crédito*, 202, 117-149.
- Fabiani, S., A. Locarno, G. P. Oneto y P. Sestito (2001): "The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case," *Labour Economics*, vol. 8(2), 259-289.
- García, J. R. (2011): "Desempleo juvenil en España: causas y soluciones", BBVA Research Working Paper 11/30. BBVA. Disponible en: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1130_tcm346-270043.pdf?ts=1542013
- Gonzalo, J. y C. Granger (1995): "Estimation of common long-memory components in cointegrated systems", *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 13(1), 27-35.
- Layard, R., S. Nickell y R. Jackman (1991): *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*. Oxford University Press.
- Stock, J. H. y M. W. Watson (1988): "Testing for Common Trends", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 83, 1097-1107.

Anexo 1. Modelo y estimación

La estructura básica del modelo se basa en el trabajo de Fabiani et al. (2000), quienes construyen un modelo a la Layard-Nickell para la economía italiana³². La forma estilizada del modelo viene dada por:

- (1) $y_t = \Phi (d_t - p_t) + a\theta_t$
- (2) $y_t = n_t + \theta_t$
- (3) $p_t = \mu_t + w_t - \theta_t + \beta u_t$
- (4) $l_t = \alpha E_{t-1} (w_t - p_t - \theta_t) + \tau_t$
- (5) $w_t = E_{t-1} (p_t + \theta_t) + k_t - \sigma E_{t-1} u_t$
- (6) $u_t = l_t - n_t$
- (7) $d_t = d_{t-1} + \varepsilon_t^d$
- (8) $\theta_t = \theta_{t-1} + \varepsilon_t^s$
- (9) $\tau_t = \tau_{t-1} + \varepsilon_t^l$
- (10) $\mu_t = \lambda \mu_{t-1} + \varepsilon_t^\mu$
- (11) $k_t = \rho k_{t-1} + \varepsilon_t^k$

donde y_t , p_t , w_t , n_t y l_t denotan, respectivamente, los logaritmos del PIB, los precios, los salarios nominales, el empleo y la oferta de trabajo; mientras que u_t es la tasa de paro.

La ecuación (1) implica que la demanda agregada (y_t) depende del tono de la política económica (d_t) en términos reales ($d_t - p_t$) y la productividad (θ_t), esto último para capturar su impacto sobre la renta permanente. La ecuación (2) es la función de producción con rendimientos constantes a escala, donde se omite el capital asumiendo que, en el largo plazo, es una fracción constante del producto. La ecuación (3) es la regla de fijación de precios, que implica la existencia de una oferta de bienes y servicios no competitiva y, en consecuencia, una demanda de empleo no competitiva: los precios dependen de la tasa de desempleo de la economía (u_t) y son fijados como una fracción (μ_t) sobre el coste laboral unitario ($w_t - \theta_t$). La ecuación (4) es la oferta competitiva de trabajo (l_t), que depende de factores demográficos (τ_t) y, en el largo plazo, de la diferencia entre el salario real ($w_t - p_t$) y la productividad³³. La ecuación (5) describe el esquema de fijación de los salarios nominales, que tiene lugar al principio del periodo, e implica una oferta de trabajo no competitiva: los salarios son fijados de tal

forma que, en términos reales, su valor esperado supere en una fracción (k_t) al de la productividad esperada. La ecuación (6) es la identidad que define la tasa de paro. Las ecuaciones (7) a (11) describen la dinámica de las fuentes exógenas de fluctuación de esta economía, donde los shocks estructurales (independientes, idénticamente distribuidos e incorrelados) son: demanda agregada nominal (ε_t^d), oferta agregada (ε_t^s), participación laboral (ε_t^l), demanda de empleo no competitiva (ε_t^μ) y oferta de empleo no competitiva (ε_t^k).

Resolviendo el sistema de ecuaciones para la tasa de paro y la participación de los salarios sobre la renta nacional se obtienen:

$$\mu_t = \frac{1}{\sigma - \beta} k_t + \frac{1}{\sigma - \beta} \lambda \mu_{t-1} + \frac{1}{1 - \Phi \beta} [\varepsilon_t^l - \Phi \varepsilon_t^d - (a + \Phi - 1) \varepsilon_t^s + \Phi \varepsilon_t^\mu]$$

y

$$[(w_t + n_t) - (p_t + y_t)] = - \frac{\beta}{\sigma - \beta} k_t - \frac{\sigma}{\sigma - \beta} \lambda \mu_{t-1} - \frac{1}{1 - \Phi \beta} \varepsilon_t^\mu - \frac{\beta}{1 - \Phi \beta} [\varepsilon_t^l - \Phi \varepsilon_t^d - (a + \Phi - 1) \varepsilon_t^s]$$

que junto a (10) y (11) implican que a medio y largo plazo ambas variables responden exclusivamente a los shocks de demanda y oferta de empleo no competitiva (i.e., el grado de histéresis depende de los valores de ρ y λ).

En el caso de la economía española, los contrastes de raíces unitarias no permiten rechazar las hipótesis nulas de que tanto la tasa de paro como la participación de los salarios sobre la renta nacional son procesos $I(1)$. Adicionalmente, los contrastes de cointegración permiten rechazar la hipótesis de que dichas variables son $C(1)$ ³⁴. Por tanto, los datos observados en las últimas cuatro décadas justifican -bajo el marco teórico del modelo- la existencia de histéresis total causada por las rigideces en los mecanismos de fijación de precios y salarios ($\rho = \lambda = 1$)³⁵.

32: A diferencia de Fabiani et al. (2000), los resultados para España justifican la inclusión de los shocks demanda no competitiva de empleo como fuente de histéresis.
33: Esto último es un atajo para imponer la ausencia de tendencias de largo plazo debidas al progreso tecnológico, y es equivalente a asumir que el coste de oportunidad de trabajar (valor del ocio) está relacionado en el largo plazo con la productividad.
34: La muestra empleada para los contrastes de especificación y, posteriormente, para la estimación del modelo comprende el periodo 1980:T1 a 2012:T4.
35: Según Stock & Watson (1988) y Gonzalo, & Granger (1995), si k variables son $I(1)$ y el rango de cointegración es $r < p$, entonces existen tan sólo $(p-r)$ factores comunes $I(1)$ más algunos $I(0)$ que explican la evolución de las p variables. En consecuencia, en nuestro caso, existen al menos dos factores $I(1)$ que explican la evolución de estas dos variables.

Tras resolver para el resto de variables y contrastar su grado de integración, llegamos a una de las posibles representaciones media móvil (MA) estructurales del modelo³⁶:

$$\begin{bmatrix} \Delta[(w_t + n_t) - (p_t + y_t)] \\ \Delta u_t \\ \Delta(w_t - p_t) \\ \Delta y_t \\ \Delta p_t \end{bmatrix} = C(L)_{5 \times 5} \begin{bmatrix} \varepsilon_t^k \\ \varepsilon_t^\mu \\ \varepsilon_t^s \\ \varepsilon_t^l \\ \varepsilon_t^d \end{bmatrix}$$

cuya solución de largo plazo (L=1):

$$\begin{bmatrix} -\frac{\beta}{\sigma - \beta} & -\frac{\sigma}{\sigma - \beta} & 0 & 0 & 0 \\ \frac{1}{\sigma - \beta} & \frac{1}{\sigma - \beta} & 0 & 0 & 0 \\ -\frac{\beta}{\sigma - \beta} & -\frac{\sigma}{\sigma - \beta} & 1 & 0 & 0 \\ -\frac{\alpha\beta - 1}{\sigma - \beta} & -\frac{\alpha\sigma - 1}{\sigma - \beta} & 1 & 1 & 0 \\ \frac{1 + \alpha\beta}{\Phi(\sigma - \beta)} & \frac{1 + \alpha\sigma}{\Phi(\sigma - \beta)} & \frac{\alpha - 1}{\Phi} & -\frac{1}{\Phi} & 1 \end{bmatrix}$$

proporciona las restricciones necesarias y suficientes para la correcta identificación del modelo³⁷. En particular, se han impuesto las siguientes restricciones:

- C(1)(1,3)=C(1)(1,4)=C(1)(1,5)=C(1)(2,3)=C(1)(2,4)=C(1)(2,5)=0: tan sólo los shocks de demanda y oferta de empleo no competitivos tienen efectos permanentes sobre la participación de los salarios en la renta nacional y sobre la tasa de paro.
- C(1)(3,4)=C(1)(3,5)=0: ni los shocks de oferta de trabajo ni los de demanda nominal tienen efectos permanentes sobre los salarios reales.
- C(1)(4,5)=0: los shocks de demanda nominal no tienen efectos permanentes sobre el PIB.
- C(1)(1,2)<0: los shocks de demanda no competitiva de empleo tienen un efecto negativo y permanente sobre la participación de los salarios en la renta nacional.

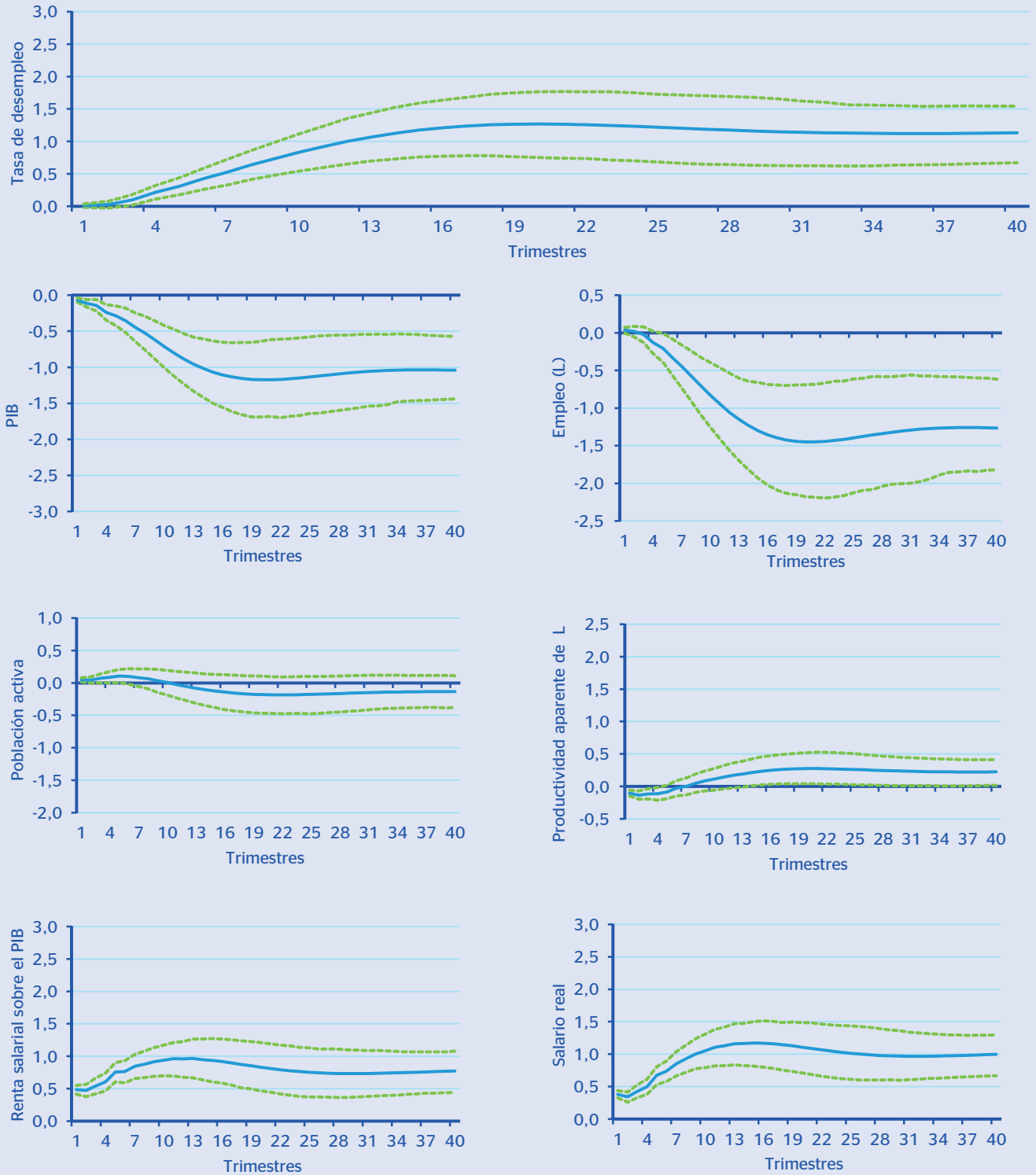
36: Excluyendo la tasa de paro, que proviene de la EPA, el resto de variables incluidas en la estimación se corresponden con los agregados de la CNTR. Previamente a la estimación del modelo se han corregido los datos atípicos aditivos y cambios transitorios con el programa TSW. En la estimación se ha incluido una tendencia determinista y algunas dummies estadísticamente significativas, entre las que cabe resaltar la correspondiente a la eliminación de la paga extra de los funcionarios en diciembre de 2012. En consecuencia, la moderación salarial identificada durante 2012 no está contaminada por este efecto de naturaleza transitoria.

37: El supuesto de ortonormalidad de los shocks estructurales impone 15 restricciones. Con lo cual, se necesitan 10 restricciones adicionales para identificar los 25 elementos de C(L). Dichas restricciones deben estar dispuestas tal que la j-ésima columna de C(L), que se corresponde con las respuestas de la economía al j-ésimo shock, contenga j-1 restricciones.

Anexo 2: Funciones de impulso-respuesta

Gráfico 38

Respuesta ante un shock de oferta de empleo no competitiva equivalente a una desviación típica (cambio respecto al escenario base en pp.)*

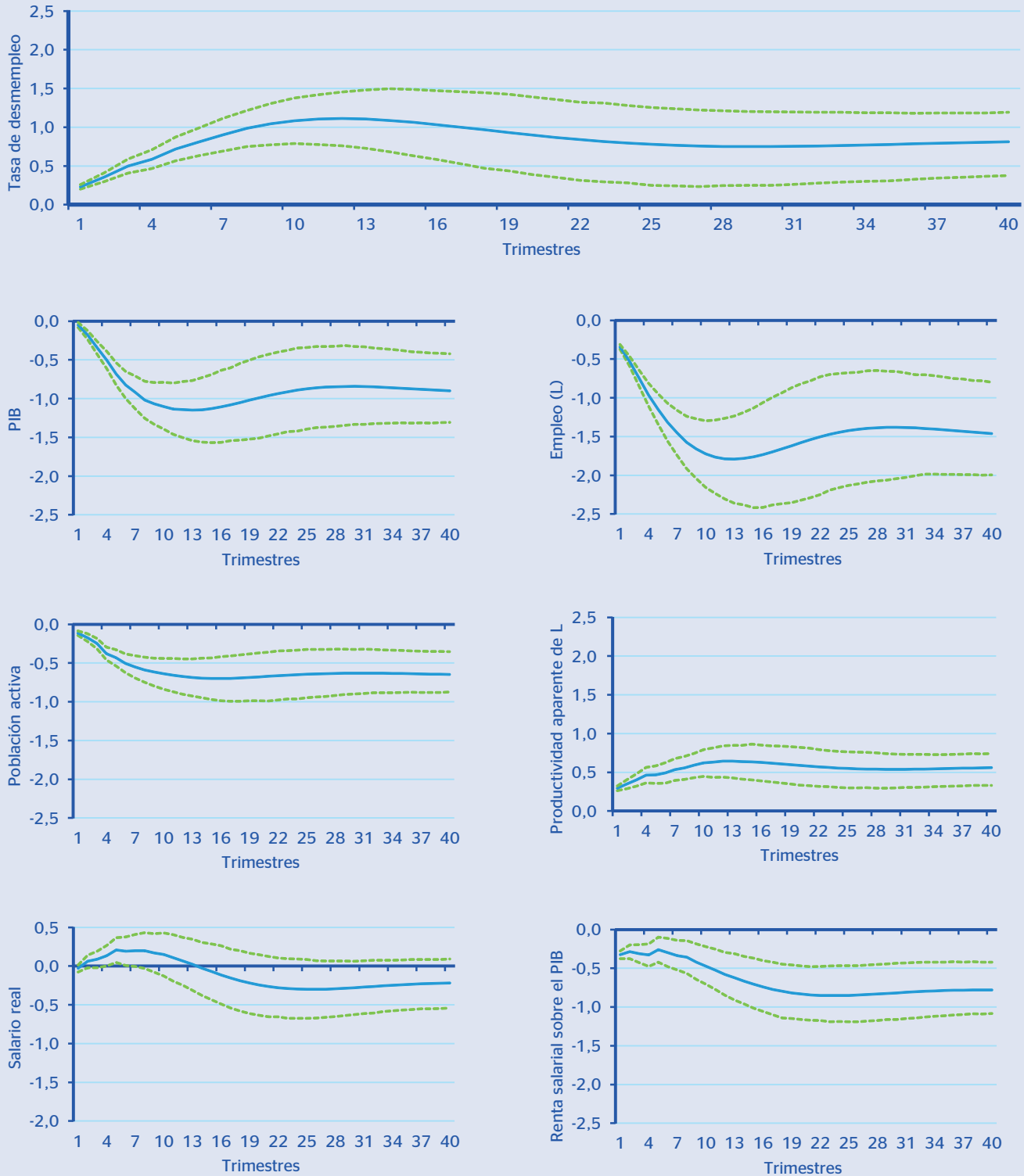


* Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza de los percentiles 16 y 84.
Fuente: BBVA Research

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 39

Respuesta ante un shock de demanda de empleo no competitiva equivalente a una desviación típica (desviación sobre el escenario base en pp.)*



* Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza de los percentiles 16 y 84.
Fuente: BBVA Research

Recuadro 3. En búsqueda de un factor de sostenibilidad del sistema de pensiones español

En la última reforma del sistema de pensiones en España (**Ley 27/2011**) se establecieron un conjunto de medidas que pretendían mejorar la sostenibilidad financiera del actual sistema de reparto. El conjunto de estas actuaciones fueron encaminadas, principalmente, a restablecer el equilibrio actuarial del sistema, vinculando las prestaciones recibidas a las aportaciones realizadas. En general, esto se conseguía retrasando la edad de jubilación efectiva (y, por tanto, reduciendo el tiempo de percepción de la prestación) y tomando en cuenta un mayor periodo de aportaciones en el cómputo de la pensión. **Una de las medidas propuestas en la Ley fue la de establecer a partir del año 2027 un factor de sostenibilidad revisable cada 5 años que vinculara la pensión de jubilación con la evolución de la esperanza de vida.** Sin embargo, los detalles de esta medida no se concretaron. Recientemente, el Gobierno ha convocado a expertos en la materia para debatir y adelantar la instauración de dicho factor. La anticipación de la aplicación de la medida es necesaria ya que adelanta y profundiza la reforma al repartir el ajuste entre más generaciones, lo que contribuye a la sostenibilidad financiera del sistema. Además, el factor de sostenibilidad supone la aplicación de una fórmula técnica que se aprueba en el momento de su instauración, lo que permite sacar el proceso de reforma del debate político.

El factor de sostenibilidad en la OCDE

Numerosos países de la OCDE han implementado un factor de sostenibilidad en sus sistemas de pensiones, vinculando de forma automática las prestaciones a la esperanza de vida. Si bien no existe una fórmula estándar y cada economía ha aplicado la suya propia en función de su estructura institucional y su necesidad de ajuste (véanse OCDE, 2011, 2012).

Algunos países han realizado una reforma estructural estableciendo un pilar de ahorro individual³⁸ de contribución definida que, por definición, siempre está equilibrado actuarialmente. Otros han implementado un esquema de cuentas nocionales en el sistema de reparto. En este caso, los cotizantes anotan en una cuenta individual sus aportaciones que constituyen un saldo virtual que servirá para el cálculo de la pensión. La cuantía de dicha pensión tomará en cuenta el aumento de la esperanza de vida³⁹. En otras geografías, se han propuesto diferentes fórmulas para vincular directamente las prestaciones al aumento de la esperanza de vida mediante una fórmula matemática⁴⁰.

La vinculación del factor de sostenibilidad a la esperanza de vida puede tomar diversas fórmulas como son:

- El establecimiento de la edad de jubilación en función de la esperanza de vida.
- La vinculación del número de años de cotización necesarios para la percepción de la pensión a la esperanza de vida.
- La relación directa entre la cuantía de la pensión y la esperanza de vida.
- La asociación de la percepción de la prestación con el envejecimiento de la población (evolución de la tasa de dependencia) o el aumento del tipo de cotización⁴¹.

En general, el factor de sostenibilidad ha producido una disminución de la tasa de sustitución (relación entre la pensión recibida y el último salario), lo que no necesariamente implica una reducción de la pensión en términos nominales. Según la Comisión Europea (2012), las reformas en los sistemas de pensiones públicos europeos tenderán a reducir su tasa de sustitución hasta el 40% en 2060. **Para solucionar este problema, en la mayoría de los países se han establecido mecanismos de complementariedad de las pensiones públicas** que compensarían esta disminución. En la actualidad, España parte de un nivel de tasa de sustitución del 71% frente al 49% del resto de países de la UE27, lo que revela la mayor generosidad relativa de nuestro sistema con respecto al del resto de Europa. La aplicación de las reformas ya anunciadas⁴² implicaría una reducción de dicha tasa hasta el 59% en 2030 y el 56% en 2060.

El factor de sostenibilidad en España

Los problemas que afectan a la sostenibilidad financiera de la Seguridad Social española son diversos y, por tanto, el factor de sostenibilidad debería tratar de solucionar todos ellos. Esto es especialmente relevante debido a que la propuesta de un factor que no resolviera el conjunto de problemas podría inducir a error a los cotizantes provocando que estos tomaran decisiones de ahorro/consumo basadas en información incompleta o equivocada. **Los principales problemas que debería contemplar el factor de sostenibilidad serían los siguientes.**

38: Austria, Chile, Estonia, Israel, México, Noruega, Polonia, Eslovaquia y Suecia.

39: Italia, Noruega, Polonia y Suecia.

40: Canadá, Finlandia, Alemania, Japón y Portugal.

41: Por ejemplo el caso de Alemania.

42: Sin incluir el factor de sostenibilidad.

El envejecimiento de la población

El efecto del envejecimiento de la población consiste en el progresivo deterioro de la relación que existe entre la población potencialmente cotizante y la que se encontraría en edad de percibir una pensión de jubilación (tasa de dependencia). Dicha tasa disminuiría desde los 2,4 cotizantes por cada pensionista actuales hasta los 1,3 a partir de 2040.

El desequilibrio actuarial del sistema de reparto

El sistema de pensiones presenta un desequilibrio actuarial acusado. En pocas palabras, cualquier pensionista recibe de la Seguridad Social una pensión a lo largo de su vida que, en valor actuarial presente descontado es muy superior a sus cotizaciones realizadas. Según Devesa et al. (2011), la última reforma de la Ley 27/2011 ha contribuido a disminuir dicho desequilibrio en sólo un 30% pese a que se prevé una reducción de la tasa de sustitución de 16,5 puntos porcentuales en 2060.

La deuda implícita de la Seguridad Social

Un factor de sostenibilidad que buscara ajustar durante el ciclo vital las prestaciones y aportaciones desde ahora no permitiría corregir las prestaciones que se están percibiendo en la actualidad y que fueron generadas en un entorno de desequilibrio actuarial. Es lo que comúnmente se llama deuda implícita de la Seguridad Social. Más aún, anteriormente a la instauración del Fondo de Reserva, los superávits que se generaban como saldo de los aportes al sistema menos las prestaciones realizadas consolidaban en los presupuestos de la Seguridad Social, y estos a su vez con los Presupuestos Generales del Estado. De esta manera, estos recursos han ido empleándose en cubrir gasto corriente (por ejemplo, carreteras, hospitales, etc.), de forma que se generaba el derecho de pensión, pero no se guardaba su provisión correspondiente. Si los superávits generados a partir de 1977 hubiesen sido atesorados y capitalizados al tipo de interés legal del dinero, el saldo habría alcanzado el 32% del PIB, frente al 5,9% que acumula el fondo de reserva en la actualidad.

El factor de sostenibilidad como elemento estructural

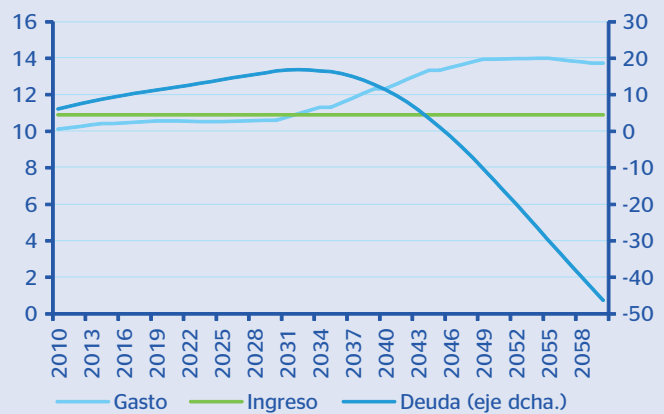
Un factor de sostenibilidad que vaya ajustando temporalmente el sistema a medida que van apareciendo los problemas podría provocar que el ajuste se concentrara en pocas generaciones (por ejemplo, en la jubilación de los *baby boomers*).

Proyecciones de largo plazo

Pese a la previsible disminución de la tasa de sustitución que se derivaría de la aplicación de la Ley 27/2011, el sistema de pensiones español todavía presentaría problemas de financiación en el largo plazo. **Según la Comisión Europea (2012), el sistema de pensiones podría mantener un superávit estructural⁴³ hasta el año 2032.** Los saldos acumulados del fondo de reserva podrían alcanzar en el mismo año el 16,9% del PIB. **A partir de esta fecha, el efecto del envejecimiento comenzaría a ejercer su mayor influencia** con la progresiva jubilación de las generaciones de los *baby boomers*, subiendo el gasto en pensiones en porcentaje del PIB hasta el 14% en 2055. **Los sucesivos déficits, que llegarían a alcanzar el 3% del PIB anual, obligarían a utilizar progresivamente el Fondo de Reserva⁴⁴, de manera que éste se habría agotado en 2045.** A partir de esta fecha, los sucesivos déficits se irían acumulando en la deuda de la Seguridad Social, que alcanzaría el 46% del PIB en 2060 (véase el Gráfico 40).

Gráfico 40

Proyecciones del balance y deuda del sistema de pensiones español



Fuente: Comisión Europea (2012) y BBVA Research

Sin embargo, las proyecciones de la Comisión han quedado superadas por las nuevas proyecciones demográficas del INE, de manera que el déficit estructural del sistema de pensiones podría aparecer a lo largo de esta década. De la Fuente y Doménech (2011), obtienen que las medidas actuales reducirían el gasto anual en pensiones en 4 puntos porcentuales, situándose en el 15% del PIB a mediados de siglo⁴⁵.

43: Sin tomar en cuenta los efectos del ciclo económico.

44: Se adopta la hipótesis de capitalización lineal del Fondo de Reserva al 1% en términos reales.

45: Otros escenarios propuestos por la Comisión Europea (2012), como los derivados de considerar una mayor esperanza de vida o un menor flujo inmigratorio, se aproximan más a los resultados obtenidos por de la Fuente y Doménech (2011).

Algunas conclusiones sobre elementos que debería recoger el factor de sostenibilidad en España

Como hemos descrito, cada país ha aplicado de forma diferente un factor de sostenibilidad a su sistema de pensiones que recoge especificidades y problemáticas propias. En consecuencia, **el factor español debería tratar de corregir los profundos desequilibrios que caracterizan nuestro sistema de pensiones.**

1. La población debe ser perfectamente conocedora de la previsible reducción de la pensión que recibirá del sistema público de reparto para poder planificar su horizonte de consumo/ahorro a todo el ciclo vital.
2. Se deberían fomentar mecanismos de complementariedad de la pensión pública.
3. El factor de ajuste debería asegurar el equilibrio financiero de la Seguridad Social a lo largo del ciclo económico.
4. El factor corrector debería incorporar otro elemento adicional que recoja el efecto del envejecimiento de la población y su parametrización debe ser de tipo estructural.

Bibliografía

Comisión Europea (2012); "The 2012 Ageing Report. Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060)". *European Economy* 2|2012 y Anexo.

Devesa, J. E., Devesa, M., Encinas, B., Domínguez, I., Nagore, A. y Meneu, R. (2011): "Cuánto mejorará la sostenibilidad del sistema de pensiones de jubilación de la Seguridad Social tras la reforma de 2011", en Asociación Española de Salud y Seguridad Social, *La reforma de las pensiones*, Ediciones Laborum, 69-81.

de la Fuente, A. y R. Doménech (2011): "El impacto sobre el gasto de la reforma de las pensiones: una primera estimación", *Documentos de Trabajo Número 11/09*. BBVA Research.

OCDE (2011): *Pensions at a Glance 2011: Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries*. OECD Publishing. París.

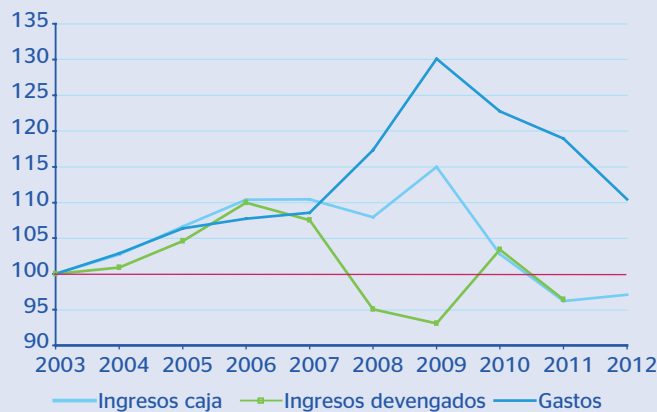
OCDE (2012): *OECD Pensions Outlook 2012*. OECD Publishing. París.

Recuadro 4. Las finanzas autonómicas en expansión y en crisis (2003-12)

Ángel de la Fuente (Instituto de Análisis Económico - CSIC)

Este recuadro resume brevemente las conclusiones de un **trabajo reciente de Ángel de la Fuente** en el que se analiza la **evolución de las finanzas regionales durante la última década**⁴⁶ - un período que incluye el pico de la anterior expansión además de la crisis en la que todavía está inmersa la economía española. El ejercicio ayuda a poner en perspectiva la actual controversia sobre las finanzas autonómicas. En ella se suele poner el acento sobre la dureza de los recortes a los que ha obligado la crisis. Lo que se **suele olvidar es la explosión del gasto durante los años precedentes**, en los que las comunidades autónomas aumentaron su gasto estructural muy por encima de sus ingresos recurrentes, lo que las dejó en una posición de enorme fragilidad financiera tras la explosión de la burbuja fiscal de los años de la expansión. Cuando se toma la última década en su conjunto, **el proceso de consolidación presupuestaria** que comienza en 2010 **aparece como una corrección parcial y tardía** de los excesos de años anteriores. Pese al recorte, **los niveles actuales de gasto deberían ser suficientes** para mantener los servicios básicos de titularidad autonómica si se vuelve cuando menos a los niveles de eficiencia que existían hace 10 años.

Gráfico 41
Gastos e ingresos no financieros como % del PIB, 2003 = 100
Conjunto de las comunidades autónomas

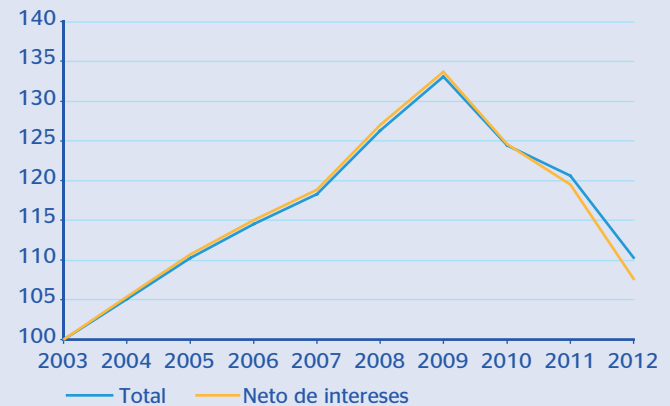


Nota: los ingresos devengados caen muy por debajo de los ingresos por caja en 2008 y 2009 como resultado de los importantes saldos negativos de las liquidaciones de estos años, cuya devolución se ha aplazado y se realizará gradualmente durante un período de 10 años
Fuente: de la Fuente (2013)

Los Gráficos 41 y 42 resumen la evolución de los ingresos (con criterios de caja y devengo) y de los gastos no financieros del conjunto de las comunidades autónomas españolas entre 2003 y 2012. En el Gráfico 41 tanto los

ingresos como los gastos se expresan como porcentaje del PIB del conjunto de las regiones y se normalizan por su valor inicial (en 2003), que se iguala a 100. El Gráfico 42 por su parte, se concentra en los gastos, que se miden en términos per cápita y a precios constantes de 2008, mostrándose tanto brutos como netos de la partida de intereses.

Gráfico 42
Gasto por habitante a precios constantes de 2008, 2003 = 100



Fuente: de la Fuente (2013)

Como se aprecia en los gráficos, es cierto que **el recorte de los últimos años ha sido importante**. Entre 2009 y 2012, el gasto no financiero del conjunto de las comunidades autónomas se redujo del 16,1% al 13,7% del PIB nacional, con una caída del 15,1%. En términos de gasto por habitante a precios constantes de 2008, el recorte registrado durante el mismo período ha sido de un 17,1% si se trabaja con el gasto no financiero total y de un 19,5% si se excluye la partida de intereses de la deuda. Pero **conviene recordar también que el gasto había aumentado a un ritmo insostenible durante los años anteriores**. Entre 2003 (cuando ya se había completado el traspaso de la sanidad) y 2009, el gasto autonómico medido como fracción del PIB se incrementó en un 30,1% (pasando del 12,4% al 16,1% de la renta nacional) y creció entre un 33% y un 34% en términos de gasto por habitante a precios de 2008, dependiendo de si excluimos o no los intereses. En conjunto, el gasto real autonómico seguía estando en 2012 apreciablemente por encima del nivel observado en 2003: un 10,5% en términos de su participación en el PIB y un 7,6% en términos de gasto por habitante neto de intereses a precios de 2008.

46: El trabajo está disponible en http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1316_tcm346-383117.pdf?ts=1842013

Este incremento del gasto es, además, el responsable casi exclusivo de los actuales desequilibrios presupuestarios de las comunidades autónomas porque, pese a la adversa situación cíclica actual, los ingresos autonómicos han caído poco como porcentaje del PIB entre 2003 y 2012 gracias, fundamentalmente, a la fuerte inyección de recursos estatales adicionales (en torno al 1,1% del PIB cada año) que se pactó con motivo de la reciente reforma del sistema de financiación regional. **El desequilibrio** generado durante el periodo que se analiza (un incremento del déficit autonómico del 1,66% del PIB) **se explica** aproximadamente **en un 20% por la pérdida de ingresos** en relación con su nivel de partida (0,36 puntos de PIB) **y en el 80% restante, por el incremento del gasto.**

Así pues, **pese a la fuerte reducción del gasto autonómico** en años recientes, **éste se mantiene claramente por encima de su nivel de 2003**, tanto en términos de la ratio de gasto sobre PIB como del gasto por habitante a precios constantes, incluso cuando se excluyen los intereses de la deuda regional, que suponen sólo un 4,4% del gasto no financiero. Aunque la situación varía de una autonomía a otra, en promedio, **los gobiernos regionales siguen teniendo un nivel de gasto que debería permitirles mantener los estándares de servicio existentes en 2004 o 2005.** Y eso **sin tener en cuenta** el colchón adicional de **ineficiencia y gasto innecesario** que probablemente existía en esos años.

4. Las diferencias en el ajuste fiscal marcan la dispersión del crecimiento regional

A lo largo de los últimos tres meses, se han producido **cambios relevantes en la información económica disponible**, no solamente en los datos que afectan al conjunto de la economía, sino también en los que repercuten en las distintas comunidades autónomas (CC.AA.), y que contribuyen a explicar el distinto comportamiento regional. En particular, la nueva información afecta a cuatro ámbitos diferenciados: i) se ha publicado la primera estimación de la **Contabilidad Regional de España (CRE) para el año 2012**; ii) se han conocido **datos adicionales** de la mayoría **de indicadores de coyuntura**; iii) la nueva información sobre el **entorno exterior** supone un **cambio en las previsiones de crecimiento de los principales socios comerciales**, que afecta de un modo diferenciado a las CC.AA. en función de su orientación exportadora, el tipo de productos ofrecidos y los mercados a los que se dirigen; y iv) se han conocido los datos referentes al **déficit autonómico de 2012**.

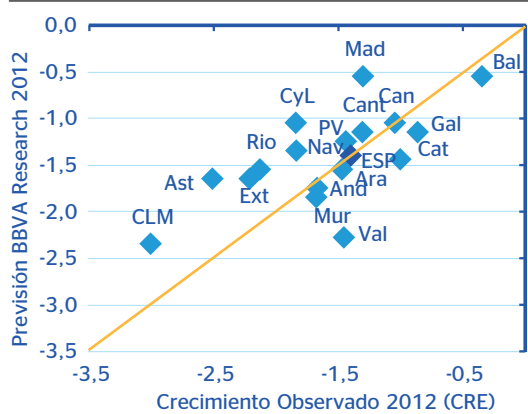
La publicación de la CRE dio lugar a algunas sorpresas respecto a las previsiones de BBVA Research, que se reflejan en el Gráfico 43. Entre éstas, destacan las diferencias observadas en la Comunidad Valenciana (al alza) y en Asturias, Castilla y León, Castilla-La Mancha y Madrid (a la baja). En menor medida, los errores se observan también en Extremadura y La Rioja, mientras que para las demás autonomías las diferencias pueden ser consideradas como mínimas, teniendo en cuenta la incertidumbre con la que cuentan los modelos. Las desviaciones, en todo caso, generan un efecto base sobre las previsiones de periodos posteriores que debe ser tenido en cuenta.

Diversas cuestiones han contribuido a que se produjeran estos errores de previsión. En primer lugar, dadas las modificaciones legales en el control de las comunidades autónomas y las medidas de apoyo a sus finanzas (plan de proveedores, entre otros), **las estimaciones estaban realizadas** dando por supuesto que todos los gobiernos autonómicos **cumplirían con sus objetivos de déficit** fiscal. Ello suponía, por tanto, aceptar ajustes relevantes en algunas comunidades, especialmente las del Mediterráneo, Castilla-La Mancha y Extremadura.

La realidad, no obstante, ha sido distinta. De hecho, **mientras en el caso de Extremadura y Castilla-La Mancha el esfuerzo fiscal ha sido más que relevante, en las del Mediterráneo, la reducción del déficit ha sido menor que la esperada. Sólo esta desviación contribuye a explicar la mitad del error de previsión cometido** (véase el Gráfico 44), pero además, supone que aquellas regiones que no han cumplido con el objetivo trasladan el esfuerzo (y con él, su incidencia sobre el crecimiento) a años futuros. En particular, el sesgo que produce la desviación frente al objetivo de déficit permite justificar todo el error cometido en la predicción de la Comunidad Valenciana o Extremadura, además de la mitad de la desviación observada en Asturias, Madrid o La Rioja.

Gráfico 43

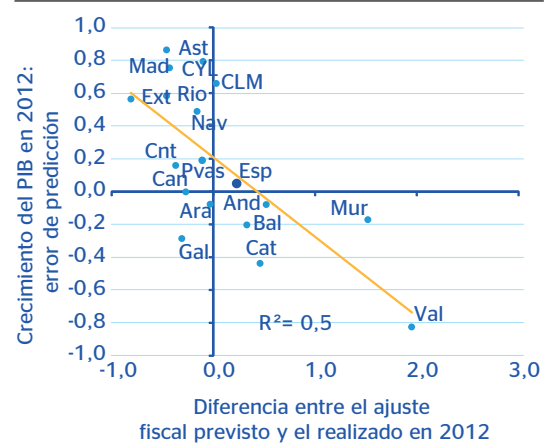
Crecimiento observado y previsiones de BBVA Research en enero de 2013



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 44

Ajuste fiscal autonómico y crecimiento en 2012



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Además del desajuste fiscal, **la vuelta a la recesión de la economía europea** durante el segundo semestre de 2012, con especial incidencia en Francia y el sur de Europa, supuso un **peor comportamiento del previsto en las exportaciones**. En particular, y como se puede observar en el Gráfico 45, a lo largo de 2012 los mayores incrementos de las exportaciones no se dieron, en general, en las comunidades con un mayor peso de éstas sobre el PIB, sino más bien al contrario. Tras este comportamiento pueden contemplarse dos factores. En primer lugar, las comunidades con mayor orientación exportadora tienen, en general, un mayor peso del mercado europeo en sus ventas exteriores, por lo que la mayor caída de éste terminó impactando más en las más abiertas. **Además**, en tres de las comunidades más afectadas (Navarra, Galicia y Aragón) el **peso del sector del automóvil** da lugar a que estas ventas dependan, en parte, de decisiones estratégicas de producción intraempresa más que del comportamiento de los mercados. En particular, para algunas de ellas, se están cambiando los modelos producidos, lo que explicaría, en parte, la caída de las exportaciones de 2012, si bien podría propiciar un mayor crecimiento en 2013.

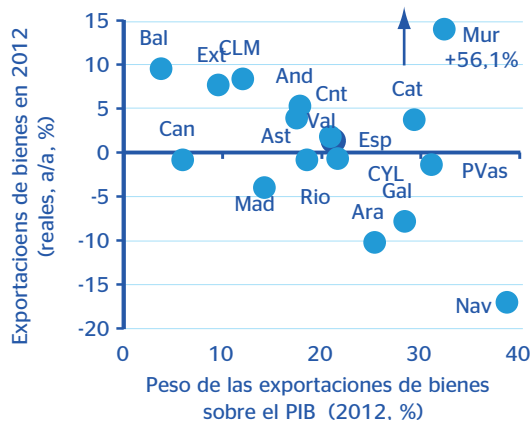
En segundo lugar, **el turismo continuó evolucionando positivamente** en las comunidades **con un fuerte peso de las entradas de extranjeros** (Baleares, Canarias y, en menor medida, Cataluña). En las regiones insulares, no obstante, el flujo exportador está muy relacionado con el avituallamiento de los transportes utilizados por el tráfico turístico. Ello da lugar a que se observe una elevada correlación entre el tránsito de viajeros y el de exportaciones (básicamente, energía y otras manufacturas diversas), y a que éstas tengan un elevado contenido importador y, por tanto, poca relevancia para el crecimiento económico de la región. Las comunidades con un gran peso del turismo español, en cambio, mostraron un comportamiento menos dinámico de las llegadas de visitantes, condicionados por la depresión de la demanda interna.

Hacia delante, los mismos factores que han condicionado el crecimiento de los últimos años son los que seguirán afectando, si bien con impacto distinto. En primer lugar, **el cambio en el objetivo de déficit de las comunidades** (relajándolo desde el -0,7% del PIB hasta el -1,2%) supone que, en buena parte de ellas, **el esfuerzo fiscal podría ser menor que en 2012**. En todo caso, esto **dependerá de que la mayor flexibilidad se reparta de forma simétrica**. De no ser así, será importante que se expliquen los criterios que se utilizarán para determinar los objetivos de cada región. Si **lo que se pretende es dar más margen de actuación a aquellas CC.AA. que cuentan con un entorno económico particularmente negativo**, y cuyo ajuste ha sido más pronunciado, una alternativa podría ser **excluir el pago por intereses de los objetivos de déficit** (véase el Gráfico 46). Lo anterior beneficiaría a comunidades como Cataluña y Valencia que han tenido durante los últimos años desequilibrios persistentes y un aumento de la deuda considerable. A cambio de lo anterior, el Gobierno debería exigir un cumplimiento irrestricto, a riesgo de fomentar un comportamiento perverso en el que aquellos que han mostrado una

mayor rigidez para reducir su déficit son los que se ven premiados. En cualquier caso, dado que el objetivo para 2014 se sitúa en el 1%, y las perspectivas son de una moderada recuperación durante ese año, **los objetivos continúan siendo ambiciosos.**

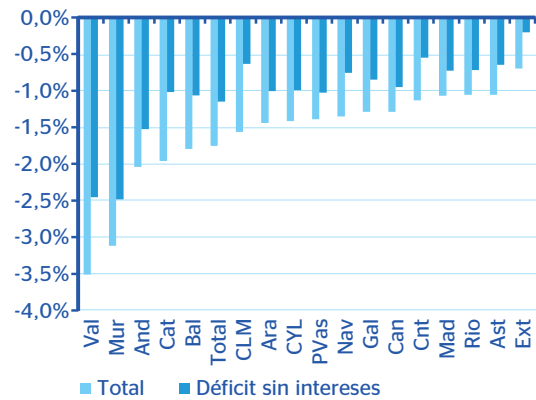
Las dificultades en la financiación, los riesgos a los que se enfrenta la economía española y la necesidad de recuperación de la confianza por parte de los inversores aconsejan avanzar, en la medida de lo posible, en la mejora de la eficiencia de la gestión y en la reducción de estos desequilibrios presupuestarios con la mayor celeridad posible. Además, para las comunidades que incumplieron el objetivo de déficit en 2012 el reto sigue siendo relevante (véase el Gráfico 47). En particular, en la Comunidad Valenciana y Murcia aún debe realizarse un esfuerzo fiscal en torno a dos puntos del PIB entre este año y el próximo. En Cataluña, Baleares y Castilla-La Mancha, por su parte, el ajuste en términos de déficit debería ser cercano a un punto del PIB, mientras que en el resto de Comunidades puede ser relativamente reducido.

Gráfico 45
Crecimiento y peso de las exportaciones en 2012



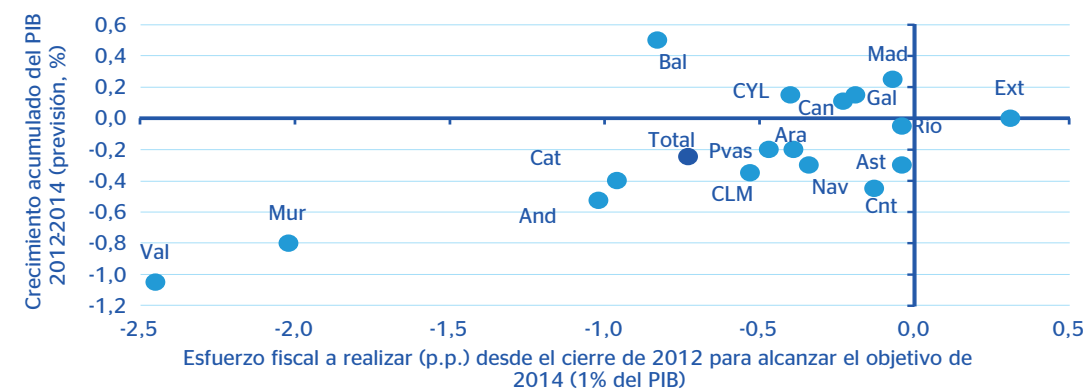
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 46
Déficit de las comunidades autónomas con y sin intereses (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 47
Esfuerzo fiscal a realizar para lograr el objetivo en 2014 y previsión de crecimiento media en 2013-14



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Aunque el crecimiento mundial seguirá fuerte (véase la Sección 2 de esta misma publicación), las perspectivas para la economía europea y española empeoran ligeramente, lo que incide, a futuro, en el comportamiento de las regiones en función de su propensión exportadora o la dependencia del turismo exterior. Con todo, **incluso si la situación empeora en Europa, se prevé un comportamiento todavía positivo de las exportaciones**, frente a la nueva contracción que experimentará la demanda interna española. Así, las exportaciones **podrían incrementarse más en las comunidades con mayor orientación hacia mercados fuera del área del euro.**

En esta línea, los primeros datos de 2013 reflejan una mejora en el comportamiento de Cataluña y de Asturias, la primera, con datos más positivos del IPI, de las pernoctaciones de viajeros y, especialmente, de las exportaciones, que también contribuyen en la segunda. En Extremadura, en cambio, se observa un fuerte empeoramiento del IPI, arrastrado por la caída de las exportaciones tras dos años de fuertes crecimientos.

Sin embargo, en las exportaciones están incidiendo otro tipo de fuerzas, más allá del efecto de atracción derivado del crecimiento de los mercados de destino. Empujadas por la reducción de la demanda interna, las empresas de las comunidades que menos exportaban están haciendo esfuerzos relevantes por salir al exterior, lo que explica que, en los últimos años, se observen mayores crecimientos de las exportaciones en éstas. Además, mientras que las comunidades tradicionalmente exportadoras centran su actividad en los bienes de equipo y manufacturas, con un peso elevado de los vehículos, **las nuevas exportadoras tienen un mayor peso de otros sectores, como el agroalimentario, con un comportamiento menos cíclico.** En la medida que las perspectivas de la recuperación de la inversión no sean claras en los países de destino, las exportaciones de bienes de equipo y de consumo duradero podrían experimentar, nuevamente, crecimientos moderados, lo que reduce el diferencial favorable de estas comunidades. La excepción podría estar en Castilla y León y Galicia, donde la producción de nuevos modelos de vehículos supone un choque que puede tener un impacto positivo en sus ventas, al permitir una ganancia de cuota de mercado respecto al modelo que se sustituye.

Hacia 2014, el escenario cambia relativamente. Desde el punto de vista interno, sólo dos comunidades -Valencia y Murcia- verán limitado su crecimiento por el ajuste fiscal autonómico, mientras que para las demás, las necesidades de corrección deberían ser ya relativamente similares. Por su parte, el sector exportador se beneficiaría de la recuperación de la economía europea y del crecimiento del resto del mundo, con los EAGLES⁴⁷ manteniendo su evolución positiva. En este escenario, la inversión en Europa debería iniciar una recuperación, que apoyaría nuevamente las ventas de bienes de equipo y de consumo duradero, volviendo a dar la ventaja como motor de crecimiento a las comunidades tradicionalmente más exportadoras.

Cuadro 3

CCAA: Segas sobre las previsiones de crecimiento para 2013 realizadas en enero

	Previsto en enero	CRE-12 (A)	Nuevos datos	Ajuste fiscal	Sector exterior
Andalucía	-1.6	↑		↓	↑
Aragón	-1.2		↑		↓
Asturias	-1.1	↓↓	↑↑	↑	
Baleares	-0.1	↑	↑	↓	
Canarias	-0.7	↑		↑	↑↑
Cantabria	-1.3	↓	↓	↑	↓↓
Castilla y León	-0.7	↑			↓
Castilla-La Mancha	-1.6	↓		↓	↓
Cataluña	-1.4	↓↓	↑↑	↓	↓
Extremadura	-0.9	↓	↓↓	↑↑	
Galicia	-0.8	↑		↑	
Madrid	-0.6	↓			↑
Murcia	-1.5	↑	↑	↓↓	↓
Navarra	-1.2	↑			↑
País Vasco	-1.0	↑↑			
Rioja (La)	-0.9		↓	↑	↑
C. Valenciana	-2.0			↓↓	↑
España	-1.1				

Fuente: BBVA Research

47: Véase: <http://www.bbvaesearch.com/KETD/ketd/esp/nav/eagles.jsp>

Cuadro 4

España: crecimiento del PIB real por CC.AA.

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

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013

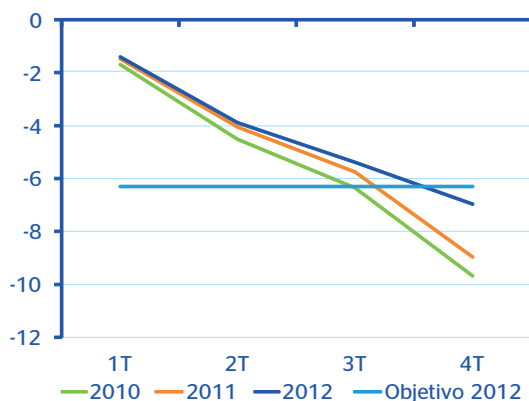
Fuente: BBVA Research a partir de INE

5. El ajuste del déficit deberá continuar durante 2013 y 2014

Las administraciones públicas españolas cerraron el año 2012 con **un déficit del 7,0% del PIB, una vez excluidas las ayudas al sector financiero** (3,6% del PIB), ligeramente **menor que lo esperado** en el anterior número de esta publicación (7,2%) y 0,7pp por encima del objetivo de final de año (véase el Gráfico 48). Este resultado ha sido consecuencia de unos ingresos que se han comportado **algo mejor de lo previsto** -fundamentalmente los impuestos sobre la producción y sobre el capital-, mientras que **los gastos se han ajustado algo menos**, en particular, la remuneración de asalariados y el pago por intereses.

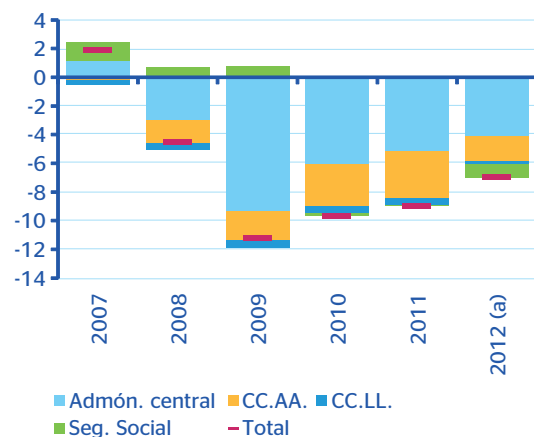
Como se observa en el Gráfico 49, **el ajuste se ha producido en todos los sectores salvo en las administraciones de la Seguridad Social**, que han cerrado el ejercicio 2012 con un déficit del 1,0% del PIB (0,9pp por encima del de 2011), afectadas negativamente por la caída de la actividad y del empleo. Aunque las comunidades autónomas y la administración central han concentrado la mayor parte de la reducción del déficit (1,5pp y 1,0pp, respectivamente), **destaca el importante ajuste observado en las corporaciones locales**, que en 2012 corrigieron su déficit en más del 60%, hasta situarlo en el 0,2% del PIB.

Gráfico 48
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación* (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 49
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación por subsectores* (% PIB)



* 2010 y 2011: ajustado del efecto de las liquidaciones negativas del sistema de financiación. 2011 y 2012: sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

En consecuencia, el déficit del conjunto de administraciones públicas españolas se redujo en 2012 en 2pp del PIB, esfuerzo que puede parecer modesto a la luz del amplio volumen de medidas de consolidación fiscal puestas en marcha a lo largo del año. No obstante, **teniendo en cuenta que el deterioro cíclico podría haber incrementado el déficit de 2012 en torno a 1,9pp del PIB**, según las estimaciones de BBVA Research, el déficit estructural se habría reducido en torno a 3,9pp hasta situarse en el 3,3% del PIB. Es más, cuando del análisis se sustrae el pago por intereses de la deuda pública (que en 2012 se elevó hasta el 3% del PIB, 0,5pp más que en 2011), **el ajuste del déficit estructural primario habría sido superior a los 4,4pp del PIB**, situándose muy próximo al equilibrio presupuestario (-0,3% del PIB).

En la descomposición del análisis por ingresos y gastos se observa, igualmente, cómo el deterioro cíclico habría absorbido gran parte de las medidas de ajuste puestas en marcha en 2012. Así, de acuerdo a las estimaciones de BBVA Research, **el tono contractivo del ciclo económico habría drenado en torno a 1,7pp del PIB del total de los ingresos públicos de 2012**. Este

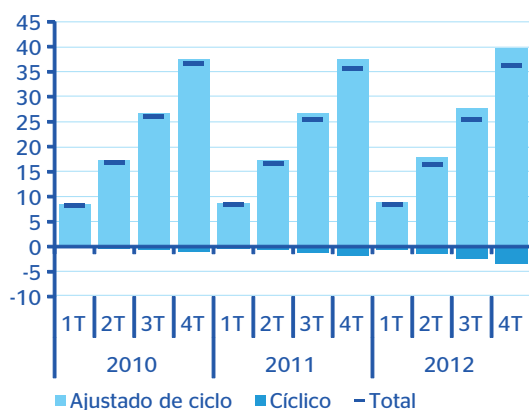
deterioro habría compensado más del 70% de la mejora de los ingresos estructurales (2,3pp del PIB) derivada tanto de la subida del IVA -con un incremento estructural de 0,8pp del PIB- como del aumento del IRPF y de los cambios normativos en el impuesto sobre sociedades -que han supuesto un incremento estructural de 1,2pp del PIB-. Como consecuencia, **el total de ingresos públicos habría crecido tan sólo 0,2pp del PIB** hasta situarse en el 36,3% (véase el Gráfico 50).

Del mismo modo, **el impacto de la actividad en las cuentas públicas está contrarrestando gran parte de los recortes de gasto realizados**. Durante 2012 se observó un **ajuste del componente estructural del gasto** de 2,5pp del PIB que, aunque generalizado a prácticamente todas las partidas del gasto, **se concentró en la inversión** -con una caída estructural de 1,3pp del PIB-. Sin embargo, este ajuste estructural no fue suficiente para compensar el **incremento del gasto por intereses** (0,5pp del PIB), el **efecto del deterioro cíclico** sobre las **prestaciones por desempleo** (0,2pp) y el incremento en el pago del **resto de prestaciones sociales** (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 se situó a cierre de 2012 en torno al 43,3% del PIB, 1,4pp menos que en 2011 (véase el Gráfico 51).

Estos resultados ponen de manifiesto **el importante esfuerzo de consolidación fiscal que se ha realizado a lo largo de 2012**. La desviación del déficit sobre el objetivo de estabilidad aprobado se explica, en gran parte, por el efecto negativo sobre los ingresos y gastos públicos de un mayor deterioro de la actividad económica junto con el aumento del coste de la financiación.

Gráfico 50

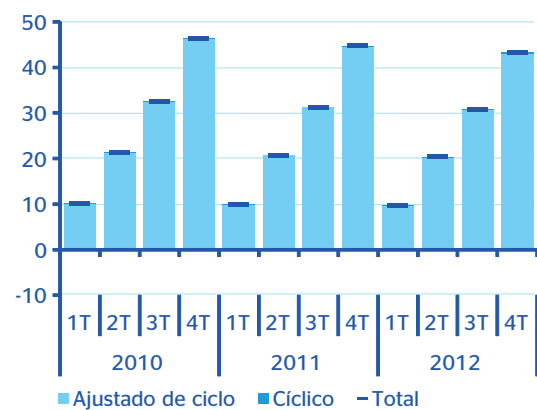
AA.PP.: recursos no financieros
(Acumulado al año. % PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 51

AA.PP.: empleos no financieros*
(Acumulado al año. % PIB)



* 2011 y 2012: sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras

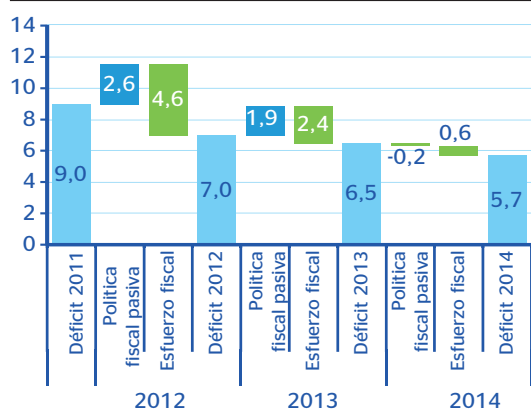
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

De cara a 2013, se espera que las **políticas de ajuste fiscal continúen** y sean **suficientes como para compensar los efectos negativos de la caída de la actividad** sobre los ingresos y gastos y el incremento esperado de los intereses. Así, las previsiones de BBVA Research sugieren que durante 2013 **el ciclo drenará algo más un punto porcentual del PIB de los ingresos esperados**, afectando tanto a los impuestos sobre la producción como a los impuestos sobre la renta y a las contribuciones sociales, absorbiendo la mejora estructural de los mismos. De esta forma, los ingresos públicos se situarán alrededor del 36,8% del PIB, apenas 0,2pp por encima de lo alcanzado en 2012. Por su parte, **el ajuste del gasto en 2013 estará concentrado en la remuneración de asalariados** (por la permanencia de las medidas de reforma de la función pública y de reestructuración del sector público dependiente, fundamentalmente), en el resto del gasto corriente y, en menor medida, en el gasto de inversión, que moderará su ritmo de caída respecto a los dos ejercicios anteriores (véase el Cuadro 3).

En este contexto, y como se observa en el Gráfico 52, 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 1,2pp del PIB como consecuencia del efecto del deterioro económico, a lo que habría que añadir en torno a 0,7pp más por el incremento estructural de las prestaciones sociales y por el aumento del pago de intereses. Así, **teniendo en cuenta las medidas anunciadas y/o puestas en marcha, el déficit de 2013 se quedará en torno al 6,5% del PIB**, dos décimas por encima del nuevo objetivo de estabilidad propuesto por el Gobierno en la actualización del Programa de Estabilidad 2013-2016 (PEC 2013-2016). Dicha desviación sobre el objetivo se mantendría también **en 2014, año en el que el déficit público se situará alrededor del 5,7% del PIB**, pese a que tanto el ciclo económico como la mejora estructural de los ingresos y gastos comenzarán a corregir el deterioro fiscal.

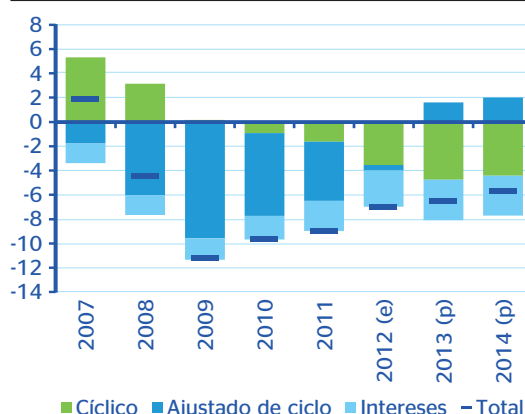
De esta forma, de cumplirse las previsiones de BBVA Research, **el saldo estructural de las administraciones públicas españolas (es decir, una vez descontado el efecto del ciclo económico), se situaría alrededor del -1,3% del PIB en 2014** (véase el Gráfico 53), acumulando más de 6pp de corrección desde 2011, el tercer mayor ajuste, tras Irlanda y Grecia, de los países de la Unión Europea, según las recientes previsiones de la Comisión⁴⁸.

Gráfico 52
AA.PP.: ajuste fiscal esperado* (% PIB)



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

Gráfico 53
AA.PP.: capacidad o necesidad de financiación* (% PIB)



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

Para conseguir los nuevos objetivos, **el Plan Nacional de Reformas (PNR)** de 2013 presentado junto a la actualización del PEC 2013-2016 incluye algunas medidas dirigidas al saneamiento de las cuentas públicas. Por el lado de los ingresos, se han anunciado **nuevos incrementos impositivos** -mediante la creación de nuevos impuestos medioambientales, la subida de los impuestos especiales, o una nueva modificación en el impuesto de sociedades- que, en línea con las recomendaciones de la Comisión Europea, pretende avanzar hacia el desplazamiento de la carga fiscal desde el trabajo al consumo, pero que no supone una verdadera reforma fiscal. **Por el lado del gasto, sin embargo, se mantienen las ya anunciadas**, y los principales planes provienen de la esperada reforma de las administraciones públicas -con el Proyecto de Ley de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local o el Informe para la Reforma de las Administraciones Públicas- que vuelve a dilatarse hasta la segunda mitad del año, con lo que **los ahorros previstos no se verán sino hasta iniciado 2014**.

Asimismo, el PNR fija para final de año la puesta en marcha de la **Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal**, por lo que **será difícil que el organismo sea capaz de cumplir con todos sus objetivos asignados este año**. En todo caso, es imprescindible que el Gobierno garantice la independencia e impacto de esta institución, por lo que sería conveniente que la hiciera **depende del poder legislativo en lugar del ejecutivo**.

48: AMECO: ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm

De esta forma, los nuevos objetivos resultan coherentes con un mayor deterioro cíclico de la economía española, están en línea con lo que sería una senda de consolidación todavía ambiciosa. En este sentido, **la flexibilización de los objetivos de déficit supone una oportunidad** para mejorar la composición del ajuste, reduciendo la carga impositiva, mejorando su eficiencia y trasladando la reducción del desequilibrio hacia el gasto, por lo que **si fueran necesarias nuevas medidas** deberían centrarse más en la **reducción de las ineficiencias en el gasto público, y en la reordenación del sistema fiscal.**

Cuadro 5

AA.PP: necesidad de financiación, excluidas las ayudas al sector financiero

(pp del PIB)	Ajuste			2013	2014
	2011	hasta 3T12	4T12	2012 (e)	Previsión
Empleos no financieros	44,7	-0,8	-0,5	43,3	42,3
Remuneración de asalariados	11,6	-0,2	-0,4	11,0	10,6
Consumos intermedios	5,9	-0,2	0,0	5,6	5,5
Intereses	2,5	0,3	0,2	3,0	3,3
Prestaciones pos desempleo	2,8	0,1	0,1	3,0	3,1
Prestaciones sociales	12,6	0,3	0,1	13,0	13,6
Formación bruta de capital	2,9	-0,9	-0,3	1,7	1,3
Otros gastos	6,4	-0,4	-0,2	5,9	5,0
Recursos no financieros	35,7	-0,4	1,0	36,3	36,6
Impuestos sobre la producción	9,9	-0,2	0,5	10,2	10,7
Impuestos sobre la renta, el patrimonio, etc.	9,6	0,1	0,5	10,1	10,2
Contribuciones sociales	13,2	-0,2	-0,1	12,8	12,5
Impuestos sobre el capital	0,4	0,0	0,0	0,4	0,4
Otros ingresos	2,7	-0,1	0,2	2,8	2,8
Capacidad / Necesidad de financiación	-9,0	0,4	1,6	-7,0	-5,7

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

6. Cuadros

Cuadro 6

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	1,9	1,5	-0,5	-0,1	1,0
Alemania	4,0	3,1	0,9	0,8	1,8
Francia	1,6	1,7	0,0	0,0	1,1
Italia	1,7	0,5	-2,4	-1,3	0,8
España	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	0,9
Reino Unido	1,8	1,0	0,3	1,0	1,9
América Latina *	6,2	4,3	2,8	3,4	3,6
México	5,4	3,9	3,9	3,1	3,1
Brasil	7,6	2,7	0,9	3,4	3,8
EAGLES **	8,4	6,6	5,1	5,6	6,0
Turquía	9,2	8,5	2,3	4,0	5,5
Asia-Pacífico	8,2	5,7	5,3	5,4	5,8
Japón	4,7	-0,6	2,1	1,7	1,7
China	10,4	9,2	7,8	8,0	8,0
Asia (exc. China)	6,7	3,4	3,6	3,8	4,3
Mundo	5,1	3,9	3,2	3,3	3,9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

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: 6 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

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	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,30	1,30
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,67	0,68
Japón	87,8	79,7	79,8	101,1	112,9
China	6,77	6,46	6,31	6,18	6,02

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

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	0,75
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,50

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

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

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

Pro-memoria

PIB sin inversión en vivienda	2,2	1,5	-0,4	0,0	0,9
PIB sin construcción	2,7	1,7	-0,1	0,1	0,9
Empleo total (EPA)	-0,5	0,5	-0,7	-0,6	0,4
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	10,1	10,2	11,4	12,1	11,9
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,0	0,2	1,2	2,0	2,1
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-6,2	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2
IPC (media periodo)	1,6	2,7	2,5	1,6	1,5

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 11

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	-1,4	0,9
Consumo privado	0,7	-1,0	-2,1	-3,0	-0,5
Consumo público	1,5	-0,5	-3,7	-5,1	-1,8
Formación Bruta de Capital	-5,5	-5,5	-8,7	-8,5	1,3
Equipo y Maquinaria	3,0	2,4	-6,7	-4,7	4,9
Construcción	-9,8	-9,0	-11,5	-10,9	-1,0
Vivienda	-10,1	-6,7	-8,0	-9,3	0,8
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-0,6	-1,9	-3,9	-4,5	-0,4
Exportaciones	11,3	7,6	3,1	4,7	6,4
Importaciones	9,2	-0,9	-5,0	-4,9	2,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,3	2,3	2,5	3,0	1,4
PIB nominal	0,1	1,4	-1,1	-0,6	1,9
(Miles de millones de euros)	1048,9	1063,4	1051,2	1045,4	1065,8
PIB sin inversión en vivienda	0,5	1,0	-1,0	-1,0	1,0
PIB sin construcción	1,6	2,1	0,2	-0,2	1,2
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-2,3	-1,9	-4,5	-4,1	-0,2
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,6	25,0	27,1	26,4
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-2,5	-1,7	-4,4	-3,9	-0,5
Productividad aparente del factor trabajo	2,2	2,1	3,0	2,5	1,4
Precios y costes					
IPC (media anual)	1,8	3,2	2,4	1,7	1,2
Deflactor del PIB	0,4	1,0	0,3	0,9	1,0
Deflactor del consumo privado	2,0	2,9	2,7	2,3	1,1
Remuneración por asalariado	0,3	0,7	-0,3	0,3	-0,2
Coste laboral unitario	-2,0	-1,4	-3,3	-2,1	-1,7
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,5	-3,7	-1,1	0,5	1,0
Sector público					
Deuda (% PIB)	61,5	69,3	84,1	92,4	96,3
Saldo AA.PP. (% PIB) (*)	-9,7	-9,0	-7,0	-6,5	-5,7
Hogares					
Renta disponible nominal	-2,9	-0,5	-2,7	-2,0	0,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	13,1	11,0	8,3	7,2	7,1

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo 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

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
mjimenezg@bbva.com

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Pensiones
Javier Alonso
javier.alonso.meseguer@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
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

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