



Observatorio Económico

6 de agosto de 2009

Escenario macroeconómico 2009-2010: signos claros de estabilización, pero todavía pocos de recuperación sostenida

- La disminución de las tensiones financieras internacionales, la estabilización de la economía mundial y la eficacia de la política económica expansiva frenan el deterioro de la economía española, tal y como se preveía.
- Se mantiene nuestro escenario de primavera, tanto en la duración de la recesión como en su intensidad. La recuperación, todavía lejana, será muy moderada.
- La economía española continuará contrayéndose hasta bien entrado 2010, pero a ritmos inferiores a los observados en el 1T09 (-1,9% trimestral) y 2T09 (Estimación SEE BBVA: -0,8% trimestral).
- La incertidumbre se concentra en el 4T09 y 1T10 por el fin de algunos de los estímulos fiscales. Si la economía privada no recupera el pulso suficiente para sustituir los estímulos públicos podrían volver a producirse caídas significativas del PIB.
- Se mantiene nuestra previsión para 2009 de una caída del PIB del 3,5%. Pese al mayor lastre que supone el nivel de endeudamiento y el sector inmobiliario, la economía española caerá en 2009 menos que Europa, dado el comportamiento contracíclico del saldo exterior y el mayor estímulo fiscal aplicado en España. En 2010, el PIB disminuirá un 0,7% y la economía española irá por detrás de la UEM en la recuperación.
- Aunque una deflación persistente continúa fuera de los escenarios más probables, parece asegurado un periodo de baja inflación. En 2009 los precios caerán un 0,2%, mientras que en 2010 crecerán sólo un 1%.
- Bajo el supuesto de ausencia de reformas estructurales, la tasa de paro repuntará suavemente en lo queda de año y en 2010, tal y como se preveía hace tres meses, cerrando como promedio de 2009 en el 18,2% y en 2010 en el 20,7%.

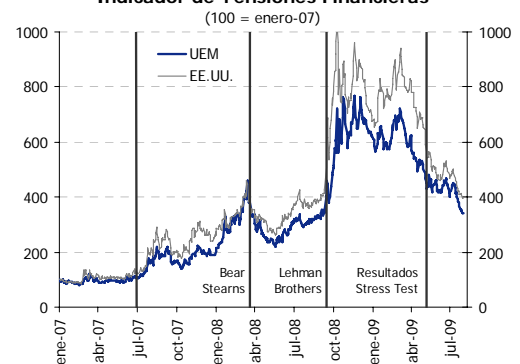
Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

Jorge Rodríguez-Vález

jorge.rv@grupobbva.com

Indicador de Tensiones Financieras



Fuente: SEE BBVA

Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa alemana, CDS bancarios, corporativos y CDS soberanos europeos

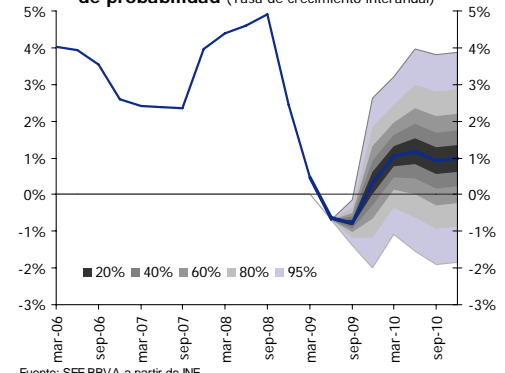
España: Cuadro macroeconómico

tasas a/a	2007	2008	2009	2010
Consumo hogares	3.4	0.1	-4.0	0.0
Consumo AA.PP.	4.9	5.3	3.3	2.4
FBCF	5.3	-3.0	-13.9	-9.0
Equipo y otros productos	7.5	0.2	-20.1	-12.2
Construcción	3.8	-5.3	-9.1	-6.2
Vivienda	3.8	-10.9	-23.1	-13.0
Resto	3.9	0.9	3.9	0.3
Demanda nacional (*)	4.4	0.2	-5.8	-2.2
Exportaciones	4.9	0.7	-19.5	0.3
Importaciones	6.2	-2.4	-22.9	-4.4
Saldo exterior (*)	-0.8	1.0	2.3	1.5
PIB	3.7	1.2	-3.5	-0.7
Empleo total (EPA)	3.1	-0.5	-6.3	-2.7
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	8.3	11.3	18.2	20.7
Renta Disp. Hogares real	2.4	3.1	0.3	0.9
Tasa de Ahorro Familias (% renta)	10.2	13.0	16.8	17.6
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	-10.0	-9.5	-7.0	-4.4
Deuda Pública (% PIB)	36.3	39.5	53.5	63.0
Saldo de las AA.PP (% PIB)	2.3	-3.8	-9.5	-10.3
IPC media anual	2.8	4.1	-0.2	1.0

(*) contribuciones al crecimiento

Fuente: INE, Banco de España y previsiones BBVA

España: previsión de inflación e intervalo de probabilidad



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

De la caída libre a la estabilización en el deterioro

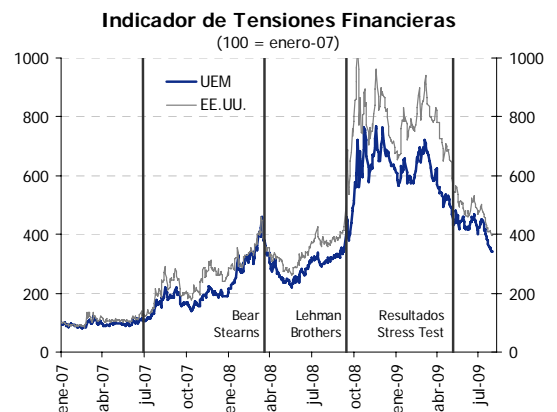
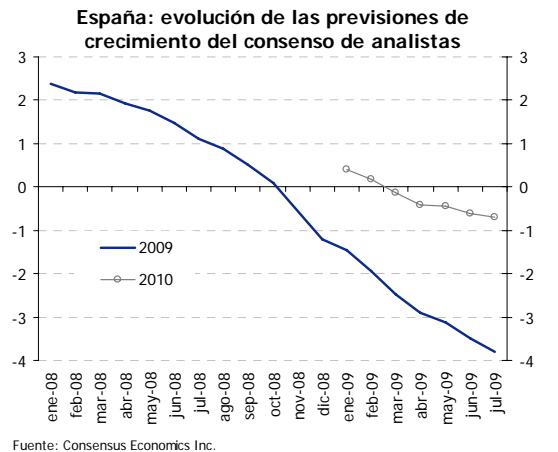
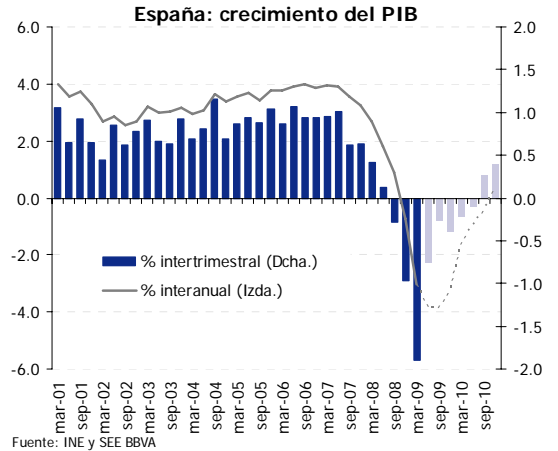
Esta nota sintetiza los principales rasgos que definen el nuevo escenario macroeconómico para España para el período 2009-2010, actualizando el presentado con ocasión de la publicación de *Situación España* el pasado mes de marzo. En aquel momento, la economía española se encontraba en la fase más aguda de la recesión, tras un periodo de rápido deterioro, agravado singularmente desde finales de 2008. A lo largo de la primavera, el empeoramiento del entorno exterior de la economía española tuvo su reflejo en los indicadores de coyuntura, y llevó a un proceso de intensas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento, tanto por parte de organismos internacionales, como de instituciones privadas. El último escenario del Servicio de Estudios de BBVA contemplaba una disminución del PIB del 3,5% en 2009 –la más intensa desde que existen registros, y mucho más acusada que la observada en el episodio más reciente, la recesión de 1993 con una caída del 1,1%– y un práctico estancamiento (del -0,3%) en 2010.

Posteriormente los datos consolidarían nuestro escenario. La economía española disminuyó en aquel trimestre un 1,9%, la caída más intensa de las registradas en las estadísticas oficiales, destruyéndose sólo en aquél trimestre más de 750 mil empleos, y repuntando la tasa de paro hasta el 17,4%, prácticamente 10 puntos arriba en apenas 6 trimestres. Por entonces se consolidó la expresión “caída libre” para caracterizar el momento cíclico en el que se encontraba la economía española. Sin embargo, nuestras previsiones contemplaban una mejora paulatina del entorno exterior y de las tensiones financieras. Todo ello habría de llevar a un menor ritmo en el decrecimiento del PIB, si bien lejos de una recuperación económica. Los hechos desde entonces se han ajustado a este escenario. Se han observado señales no sólo de estabilización, sino de significativa corrección de la caída, derivados tanto de una mejora (si bien incipiente e incierta) de los condicionantes externos de la economía española, como del buen ritmo al que se corrigen algunos desequilibrios. El papel que la política económica ha tenido en esta corrección es clave, como se comenta posteriormente. En consecuencia, parece oportuno incorporar al escenario tanto la última información estadística disponible, como reevaluar los efectos que los cambios de los condicionantes externos tienen sobre las variables económicas más importantes de la economía española.

Tres condiciones para la estabilización de la economía

Nuestro escenario de paulatina disminución del ritmo de deterioro estaba basado en una serie de condiciones, que en los meses transcurridos desde su formulación se han cumplido razonablemente.

En primer lugar, exigía una paulatina estabilización financiera, ya contemplada en nuestro escenario base, pero que habría de ser moderada, habida cuenta de que el proceso de reestructuración del sistema financiero mundial será largo. Efectivamente, desde los máximos alcanzados entre la parte final de 2008 y el 1T09, las tensiones financieras tanto en EE.UU. como en Europa han evolucionado positivamente, tal y como se recoge en el gráfico adjunto. Como se observa en el mismo, los niveles de tensión financiera actualmente serían significativamente inferiores a los máximos alcanzados a finales de 2008, en particular desde la publicación de los resultados de los *stress test* en EE.UU., que puede considerarse un punto de inflexión de la crisis financiera, como antes lo fue, en sentido contrario, la quiebra de Lehman, la caída de Bear Stearns o el estallido de la crisis de las sub-prime. Además, y a diferencia de las mejoras transitorias de comienzos de año, la disminución reciente en este indicador se debe a una corrección de todas las dimensiones en las que puede caracterizarse esta crisis financiera: tensiones de liquidez, volatilidad bursátil, riesgo bancario y corporativo y, en el caso de Europa, riesgo país. No obstante, es de destacar que la mejora de las tensiones financieras ha sido más rápida en EE.UU. que en Europa, de forma que sus



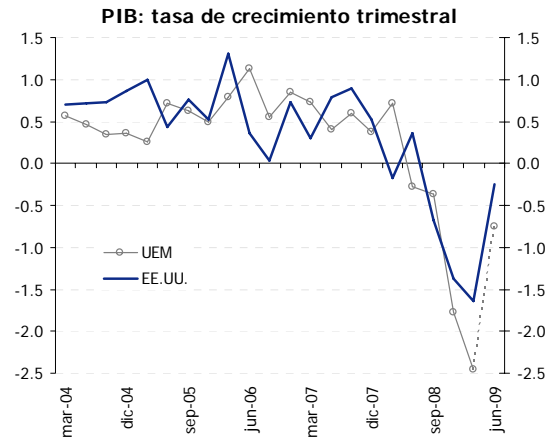
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa alemana, CDS bancarios, corporativos y CDS soberanos europeos

niveles están ya alineados en ambas regiones. En segundo lugar, los niveles de tensión financiera se mantienen todavía muy elevados, no muy alejados de aquellos experimentados justo en los momentos previos del episodio de Lehman, lo que supone un nivel de tensión financiera entre tres y cuatro veces superior a la media observada con anterioridad al inicio de la crisis financiera. Ello hace prever que hacia delante correcciones relevantes exigirían medidas adicionales que, en todo caso, no supondrán mejoras tan rápidas como las observadas en los últimos meses.

En segundo lugar, la disminución del ritmo de caída exigía un entorno de actividad económica mundial menos adverso que, además, estableciera condiciones para la mejora del comercio mundial, bloqueado desde finales de 2008. Concretamente esto suponía por una parte que las economías emergentes no colapsaran¹ y, por otra, necesitaba de una estabilización de las economías desarrolladas. Y, efectivamente, así se produjo. Mientras que los datos del primer trimestre sorprendieron con su intensa caída, particularmente en Europa, los indicadores de coyuntura del segundo muestran con claridad que la velocidad del deterioro se habría corregido muy sustancialmente. Según nuestras estimaciones, el PIB de la zona euro habría disminuido un 0,8% trimestral, desde el -2,5% del 1T09. La estimación avance del PIB del 2T09 en EE.UU., conocida el pasado viernes, mostró igualmente una reducción del ritmo de la recesión, con una cifra incluso algo mejor de lo esperado por el consenso (-0,3% trimestral, desde el -1,6% en el 1T09). Nuestras previsiones actuales apuntan que la economía de los EE.UU. comenzará a crecer (en todo caso débilmente) en la segunda mitad del año, pero que Europa irá rezagada en este proceso.

En tercer lugar, la disminución del deterioro exigía de cierta eficacia de las ingentes medidas de política económica implementadas. Europa ha ido rezagada en todo momento en el grado de decisión con que se utilizaba tanto la política fiscal como la política monetaria. En el primer caso, puede estimarse en algo más de 2 puntos de PIB el estímulo fiscal discrecional para 2009 en la economía de los EE.UU., el doble que en la Zona Euro. Sin embargo, España está entre los países que más intensamente han hecho uso de la política fiscal con fines contracíclicos, gracias al reducido nivel de deuda pública alcanzado durante el proceso de consolidación fiscal llevado a cabo en la fase expansiva. Efectivamente, como se ve en la tabla adjunta, puede cifrarse en cerca de 50 mil millones de euros el estímulo fiscal discrecional entre 2008 y 2009. Esto supone, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por las propias medidas discrecionales, una inyección de 11,8 puntos de PIB (diferencia entre el saldo fiscal en 2007 y el previsto para 2009), frente al impulso promedio europeo de sólo 4,8 puntos.

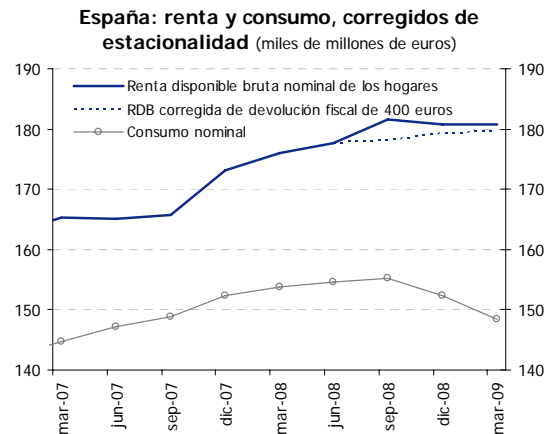
Lógicamente, el uso intenso de política fiscal no es suficiente para lograr la estabilización, sino que es necesaria la eficacia del mismo. No existe unanimidad sobre los efectos que las medidas implementadas tienen sobre el crecimiento a largo plazo de la economía española. La mayor parte de ellas estaban claramente enfocadas al corto plazo, es decir, a la suavización de la fase más aguda de la recesión. Las dos medidas discrecionales de mayor contenido presupuestario han sido la deducción de 400 euros por contribuyente en el IRPF (implementada en 2008 y prorrogada en 2009), por cuantía de 6 mil millones y el Fondo de Inversión Local, por cuantía de 8 mil millones, y cuya ejecución comenzó, precisamente, en el 2T09. Desde su puesta en marcha existieron dudas sobre las reducciones de impuestos como medio para estimular el consumo, en una situación de tanta incertidumbre como la que atravesaron las economías en 2008 y 2009. En el caso español, la devolución de 400 euros no parece haber reactivado el consumo (aunque puede haber evitado un escenario aún más negativo), sino más bien haber



Fuente: BEA, Eurostat y SEE BBVA

España: medidas de impulso fiscal aplicadas en el PlanE			
Millones de euros	2008	2009	2010
Ingresos	-19.825	-15.128	-83
Reformas en el IRPF	-2.400		
Ayuda por nacimiento de hijos	-1.234	-1.250	
Reformas del Impuesto sobre Sociedades	-5.300	3.000	
Reformas en el IVA	-6.000	-6.000	
Deducción de 400 euros en el IRPF	-4.891	-6.000	
Supresión del Impuesto sobre Patrimonio		-1.800	
Ayudas para la adquis. de vivienda habitual		-3.795	
Actualización de los Impuestos Especiales		2.000	
Bonif. en SS por contrat. Desempleados		-1.283	-83
Gastos	281	12.820	4.700
Impacto permanente			
Reducción del presupuesto de gastos del Estado	-20	-2.500	
Reducción de la oferta pública de empleo			-300
Ley de Dependencia		1.559	
Oferta pública de compra de suelo	301	761	
Impacto temporal			
Fondo de Inversión Local		8.000	5.000
Fondo para el Estímulo de la Economía		3.000	
Plan Integral de automoción		2.000	
Total	-20.106	-27.948	-4.783

Fuente: MEH y Banco de España



Fuente: SEE BBVA a partir de INE y Ministerio de Economía y Hacienda

¹ Siendo esto cierto, también lo es que los países emergentes han evolucionado con heterogeneidad, con China especialmente destacada. Mucho peor ha resultado la evolución de parte de Europa emergente.

contribuido a mejorar el balance de las familias y a aumentar la tasa de ahorro (véase gráfico adjunto).

Muy distinta es, sin embargo, la valoración sobre los efectos del Fondo de Inversión Local. Aunque puedan ser cuestionados sus efectos de largo plazo, lo cierto es que la tímida mejora de la actividad económica observada en el 2T09 está muy basada en esta medida. El Gobierno estimó en 200 mil la creación de empleo asociada a este plan y todo parece indicar que los efectos finalmente podrían ser incluso superiores.

España también se ha beneficiado de una política monetaria más expansiva, aunque nuevamente Europa ha dado una respuesta más rezagada y débil que EE.UU. Durante el último semestre cabe destacar 3 medidas adicionales: 1) rebajas de tipos oficiales, en medio punto desde marzo, hasta el 1%, pero sin mostrar compromiso con el mantenimiento de tipos bajos durante un largo periodo de tiempo, al contrario de lo ocurrido en EE.UU.; 2) extensión de los programas de liquidez ilimitada, mediante una subasta, en junio, a un año a un tipo del 1% y que supuso la inyección de más de 400 mil millones de euros con el objetivo de facilitar la transmisión de financiación a hogares y empresas; y 3) el establecimiento de un tímido programa de compra de *covered bonds*, por importe de 60 mil millones, lejos, en todo caso, de las medidas de expansión cuantitativa emprendidas por otros bancos centrales, singularmente por la FED.

Es necesario igualmente destacar que los gobiernos han continuado con sus medidas de apoyo al sistema financiero, enfocándolas en los últimos meses hacia una reestructuración del mismo. Éste es el caso de España, donde se ha constituido el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Este fondo se constituye con un doble objetivo. En primer lugar, para facilitar la reestructuración de entidades no viables y, en segundo, para contribuir al redimensionamiento del sector financiero mediante fusiones. Para ello se cuenta con una dotación mixta (Presupuestos y Fondo de Garantía de Depósitos) de 9 mil millones y capacidad para endeudarse hasta 90 mil. Si quedan protegidos adecuadamente los principios de la no distorsión de la competencia, este instrumento cabe valorarse positivamente y es, de hecho, un salto fundamental para la vuelta a la normalidad en el medio plazo, garantizando la estabilidad y confianza en el sistema financiero español, alejando definitivamente los riesgos sobre el mismo y fortaleciendo la solidez que, a nivel agregado, ha venido mostrando hasta la fecha.

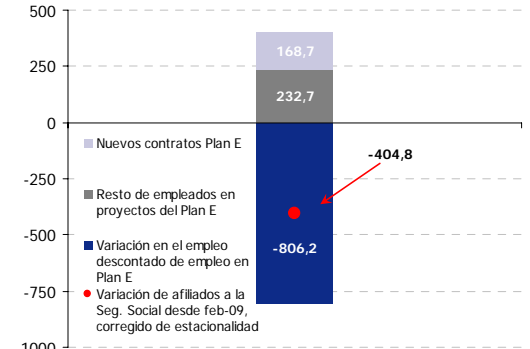
En definitiva, en todas las economías desarrolladas la política económica ha cumplido con las expectativas, constituyéndose en un factor fundamental para la estabilización en el corto plazo.

El segundo trimestre muestra que lo peor quedó atrás...

Estos tres factores, particularmente la puesta en marcha de los proyectos del Fondo de Inversión Local, han llevado a una mejora en la situación cíclica en el 2T09. Efectivamente, los indicadores de coyuntura que se han ido conociendo a lo largo del segundo trimestre vienen a confirmar nuestro escenario, aunque no todos los segmentos de la economía presentan un comportamiento similar, y algunos de ellos muestran más robustez en su recuperación.

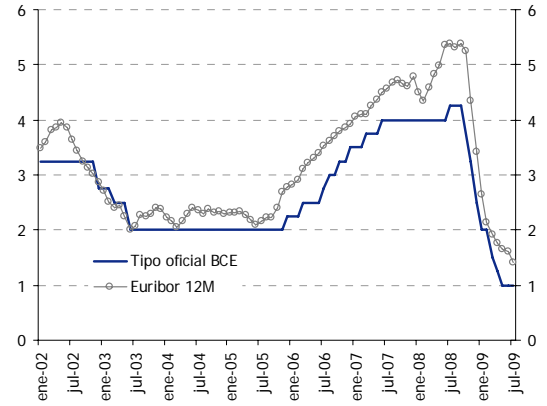
En general, cabe señalar que los indicadores de carácter más adelantado, como los de expectativas y algunos indicadores financieros, muestran señales más sólidas de haber iniciado una senda de mejora. Desde los mínimos alcanzados en el 1T09, la confianza tanto industrial como, especialmente, de los consumidores, ha repuntado de forma notable y, en este último caso, con el dato de julio ha recuperado los niveles de marzo de 2008, similares a los alcanzados en la salida de la recesión de 1993. Gran parte de la recuperación de este indicador se deriva de las mejores expectativas en el mercado laboral. En cualquier caso, la mejora de la confianza hace prever cierta recuperación

España: Efecto del Plan E sobre el empleo (variación en miles entre febrero-09 y julio-09, corregido de estacionalidad)



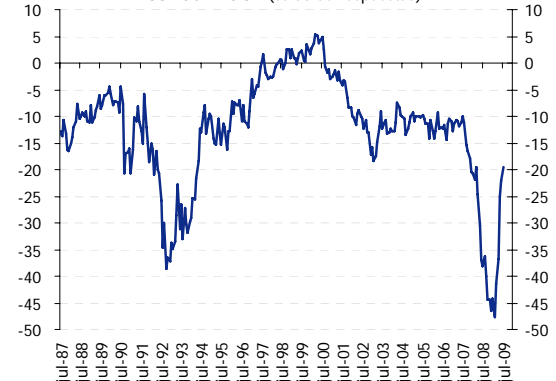
Fuente: SEE BBVA a partir de MEH

UEM: tipos de interés



Fuente: BCE

España: confianza industrial y del consumidor (saldo de respuestas)



Fuente: Comisión Europea

del gasto de los hogares en consumo en la parte final del año. Sin embargo, los indicadores más relacionados con la actividad real todavía van con cierto retraso, con la excepción de los de mercado laboral. Se han moderado significativamente las drásticas tasas de destrucción de empleo y de aumento del paro registrado que se alcanzaron a comienzos de 2009. Esto está estrechamente vinculado con el Fondo de Inversión Local. Los datos de afiliación a la Seguridad Social han ido dando cuenta del proceso de reducción paulatina de la pérdida de puestos de trabajo. Los datos de la EPA del 2T09 confirmaron la disminución del ritmo de destrucción de empleo, ya que se destruyeron 146 mil empleos (desde los 766 mil del 1T09), lo que en términos corregidos de estacionalidad supone una corrección al alza en 200 mil empleos, hasta los -320 mil del 2T09.

El freno en el deterioro del mercado laboral es, a su vez, uno de los factores que está detrás del comportamiento del consumo de los hogares. El consumo ha ralentizado su ritmo de caída de una forma significativa, aunque estabilizándose todavía en tasas negativas. No obstante, algunos indicadores parciales apuntan a las primeras señales tentativas de recuperación. Esta estabilización, ya contemplada en nuestros escenarios anteriores, es consistente con los estímulos de renta ya recibidos por los hogares: reducción de impuestos (reducción del IRPF y supresión del Impuesto sobre Patrimonio), disminución de la carga financiera (en línea con la caída de tipos de interés) y de la inflación (que aumenta el poder adquisitivo de la renta).

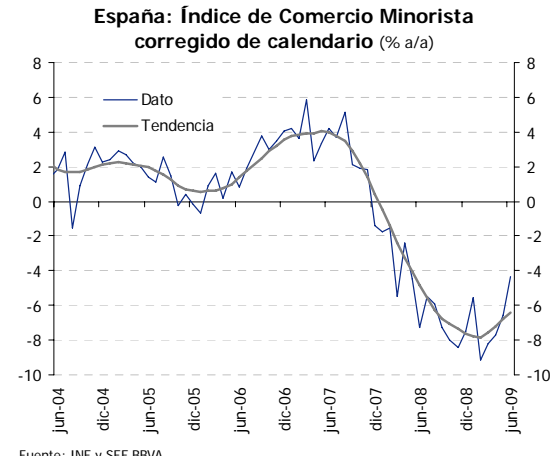
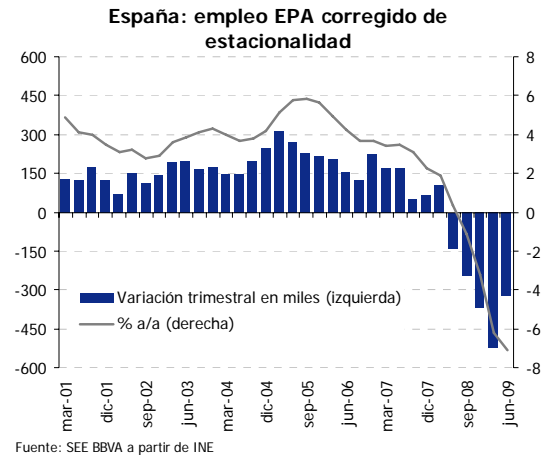
Por el contrario, los indicadores de inversión todavía no muestran un tono significativo de mejora. La inversión en equipo se encuentra muy dependiente de la capacidad para financiarla, mientras que la inversión en vivienda se encuentra limitada por el freno en la demanda y el exceso de vivienda en el mercado.

Finalmente, el sector exterior español se encuentra condicionado por la debilidad de sus mercados exteriores. Aunque los últimos datos conocidos de balanza comercial son de mayo, la información contenida en la cartera de pedidos de exportación, permite adelantar que en el 2T09 continuó relativamente estable el ritmo de caídas interanuales de las exportaciones.

... con una caída del PIB importante, pero que se modera...

En su conjunto, por tanto, se observan señales no sólo de estabilización, sino de significativa corrección de los ritmos de caída. Menores son los indicios de recuperación. En todo caso, a partir de la información coyuntural conocida en la fecha de cierre de este informe, estimamos que la economía española en el 2T09 habría caído en un 0,8% trimestral,² desde el -1,9% registrado en el 1T09. Esto supondría no sólo una reducción significativa del ritmo de caída, sino una revisión al alza en dos décimas de la cifra prevista con ocasión de nuestro escenario de abril.

El modelo MICA-BBVA³ nos permite identificar cuáles han sido los *drivers* de esta mejora de las estimaciones, por comparación entre los resultados obtenidos de un escenario base que utiliza sólo la información estadística del 1T09 y los obtenidos utilizando toda la información en el momento actual. En general, el modelo prevé ahora para los tres trimestres del horizonte de



España: Cuadro macroeconómico

tasas a/a	1tr08	2tr08	3tr08	4tr08	1tr09	2tr09
Consumo hogares	2.0	0.8	-0.2	-2.3	-4.1	-5.0
Consumo AA.PP.	3.7	5.0	6.1	6.3	5.4	3.5
FBCF	2.4	-0.8	-4.1	-9.3	-13.1	-14.9
Equipo	5.2	1.8	-1.3	-9.7	-18.6	-26.1
Otros Productos	5.9	3.2	2.5	-3.7	-7.4	-11.8
Construcción	0.2	-3.1	-7.3	-10.9	-12.4	-10.7
Vivienda	-1.7	-7.6	-14.8	-19.6	-23.8	-25.3
Resto	2.2	1.8	0.9	-1.4	-0.6	3.2
Demanda nacional (*)	2.6	1.2	-0.2	-3.0	-5.3	-6.5
Exportaciones	4.8	4.4	1.5	-7.9	-19.0	-23.8
Importaciones	3.6	1.8	-2.0	-13.2	-22.3	-27.6
Saldo exterior (*)	0.1	0.6	1.1	2.3	-3.0	2.6
PIB pm (% a/a)	2.7	1.8	0.9	-0.7	-2.3	-3.9
PIB pm (% t/t)	0.4	0.1	-0.3	-1.0	-1.9	-0.8

(*) contribuciones al crecimiento
Fuente: INE y previsiones BBVA

² El INE publicará el dato de avance del PIB del 2T09 el 14 de agosto. El Banco de España ha estimado una caída del -0,9% t/t (-4% a/a) que está en línea con nuestra previsión en el agregado y en sus componentes, a excepción de las variables del sector exterior. A diferencia de nuestro escenario, el Banco de España estima menores caídas (interanuales) tanto de las importaciones como de las exportaciones.

³ El MICA-BBVA es un modelo factorial para la previsión del PIB en un horizonte de predicción a corto plazo que combina indicadores de actividad real, con indicadores financieros similar al empleado por Aruoba, Diebold y Scotti (2009). Para más detalles véase Camacho (2009): "MICA-BBVA: a factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting", BBVA Economic Research Working Papers, 0914, próximamente disponible en <http://serviciodeestudios.bbva.com>.

previsión (del segundo al cuarto trimestre de 2009), una caída inferior en 2 décimas en cada uno de ellos frente al escenario base. Como se observa en el gráfico adjunto, la revisión al alza en la estimación vendría impulsada fundamentalmente por la mejora en las expectativas y en el mercado laboral. La mejora en los indicadores financieros (excluido el crédito) tienen escasa influencia sobre la actividad real y, en todo caso, el avance actual alcanzará su mayor influencia en la parte final del año. Por último, la caída del crédito, como consecuencia del desapalancamiento de hogares y empresas, continúa reflejando la debilidad del crecimiento de la economía española durante estos trimestres.

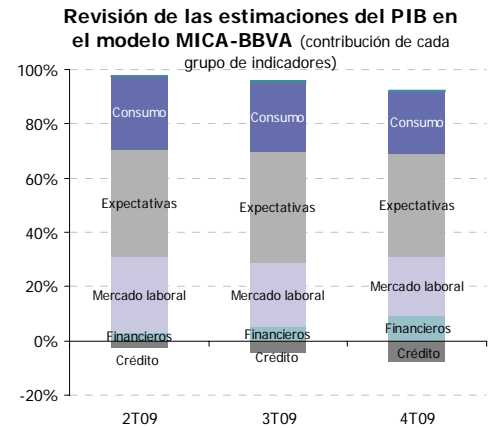
... que dará paso a una contracción todavía inferior en el 3T09

En la fecha de cierre de este informe, los indicadores conocidos sobre el 3T09 son todavía muy escasos, pero todos ellos abundan en el menor ritmo de la contracción. Los datos de mercado laboral de julio prolongan la tendencia de estabilidad en el ritmo de destrucción de empleo, aproximadamente en una cifra mensual de -65 mil según estadísticas de afiliados a la Seguridad Social, la mitad que a comienzos de año. Los indicadores financieros de julio muestran igualmente una continuación de la tendencia a la relajación de las tensiones, mientras que los de confianza continúan con un claro proceso de mejora, particularmente del consumidor. Sin embargo, las señales de gasto de los hogares son mixtas, puesto que los buenos datos de indicadores de consumo duradero (ventas de automóviles) están sustentados por impulsos fiscales, mientras que indicadores bancarios relacionados con el consumo no duradero no mostraron en julio el buen tono de junio. Aunque no se conocen muchos indicadores de actividad, las encuestas de confianza de julio permiten anticipar que en ese mes puede haberse producido un repunte de la producción industrial, mientras que los datos del sector exterior (cartera de pedidos) apuntarían a una estabilidad en términos interanuales, compatible con moderados crecimientos mensuales. En definitiva, todo ello concuerda con nuestro escenario y, hasta el momento, es consistente con una caída en el 3T09 significativamente inferior a la del segundo trimestre, por debajo del medio punto de PIB.

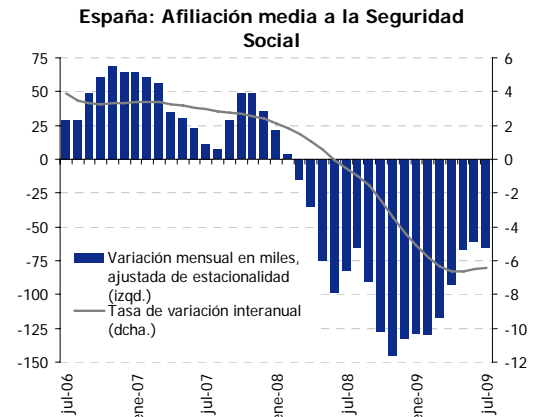
Se mantienen las pautas del escenario 2009-2010

Por todo lo expuesto, se mantienen las líneas generales de nuestro escenario, tanto en lo que respecta a la duración e intensidad de la recesión, como en cuanto a la recuperación, todavía lejana y moderada. Así, para 2009 se mantiene nuestra previsión de contracción del PIB en el 3,5%. Ello se deriva de que los factores fundamentales que condicionan el crecimiento de España han evolucionado hacia nuestro escenario, tras un primer trimestre peor de lo previsto. En primer lugar, continuará la caída de la actividad económica y del comercio mundial. Para la economía española es de especial importancia la evolución de la UEM, para la que se prevé una caída en 2009 del 4,3%. En segundo lugar, la actividad económica seguirá condicionada por el proceso de desapalancamiento en el que está inmerso el sector privado de la economía. En tercer lugar, la economía española continuará viéndose lastrada por el proceso de redimensionamiento del sector inmobiliario.

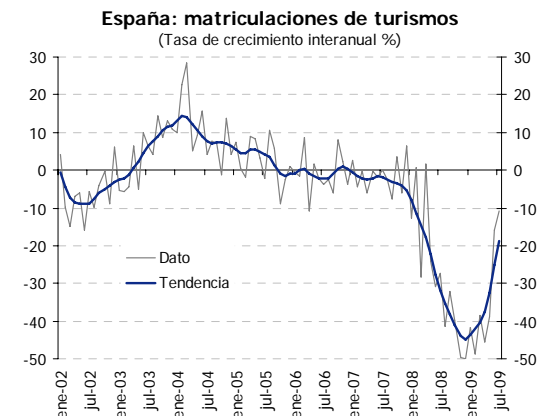
En sentido contrario, habría que señalar la mejora en las condiciones de financiación por parte de consumidores y empresas. Se ha producido una intensa disminución en el coste de la financiación, que aún tiene recorrido bajista puesto que el BCE podría bajar sus tipos de referencia en 50 puntos básicos hasta el 0,5% a comienzos de 2010, dada la situación de debilidad por la que continuará atravesando la economía europea. Esta disminución en el coste de financiación está dando lugar a una intensa reducción de la carga financiera.



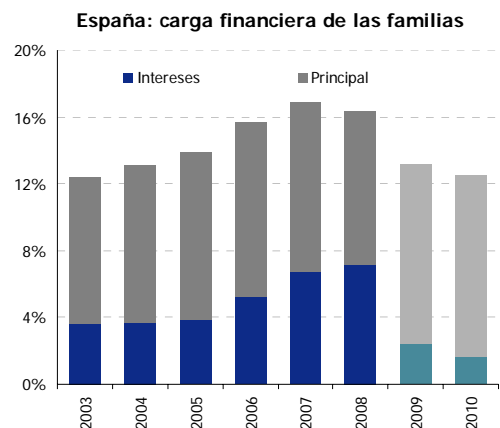
Fuente: SEE BBVA



Fuente: SEE BBVA a partir de Ministerio de Trabajo e Inmigración



Fuente: ANFAC y SEE BBVA



Fuente: SEE BBVA

Con todo, la economía española continuará cayendo en lo que queda de año, a un ritmo menor al observado en el primer semestre y cerrará 2009 con una caída promedio del 3,5%. Como se observa en el cuadro adjunto,⁴ todos los componentes de la demanda experimentarán caídas, a excepción del consumo público y de la construcción no residencial por los impulsos del Fondo de Inversión Local. El consumo privado se verá lastrado por la caída en la riqueza, particularmente por su componente inmobiliario, el menor acceso al crédito (en parte compensado por la disminución de la carga financiera), y el estancamiento de la renta de los hogares, pese a los estímulos fiscales, por la intensa destrucción de empleo, su principal determinante. Además, el incierto entorno en el que se desenvuelven las decisiones de gasto desde el inicio de la crisis económica, supondrá una intensificación del proceso de desapalancamiento y de recomposición del balance de los hogares, que se traducirá en un repunte intenso de la tasa de ahorro, de casi 4 puntos en 2009, hasta alcanzar el 16,8% de su renta disponible en 2009.

La inversión productiva se resentirá, en un entorno de debilidad de la demanda interna y externa, exceso de capacidad en algunos sectores y ajuste en otros, y dificultades de aportar los recursos propios necesarios para su financiación. La inversión residencial, por su parte, continuará condicionada por el proceso de ajuste del sector inmobiliario. El mercado continúa con un exceso de oferta en el entorno del millón de viviendas, que no empezará a reducirse hasta comienzos de 2010. Mientras la oferta continúa ajustándose hacia niveles más sostenibles, la demanda continúa bloqueada. En consecuencia, las caídas de precios continuarán intensificándose, lo cual acortará el ajuste y, junto con la mejora en la accesibilidad (hasta niveles de 1999) derivada de las caídas de tipos, facilitará la reactivación de la demanda en el medio plazo.

Existen pocos elementos que permitan prever que la recesión no vaya a extenderse a gran parte de 2010. Menos aún de que tras la fase actual de estabilización de la economía pueda entrarse en un periodo de recuperación sólida. La demanda continuará débil durante todo el año y sólo pueden preverse tímidos crecimientos del PIB en la parte final de 2010. En promedio, la contracción del PIB en 2010 será del -0,7% (4 décimas por debajo de lo estimado en marzo). La mayor incertidumbre se concentra en el 4T09 y 1T10, en tanto que el progreso hacia la recuperación en la parte final de 2010 dependerá de la capacidad del sector privado para sustituir el impulso fiscal transitorio que concluye a finales de 2009.

La destrucción de empleo y el aumento del paro todavía tienen recorrido por delante

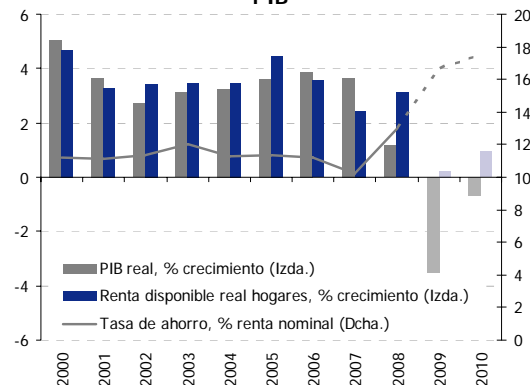
En 2009 se destruirán, como promedio, cerca de 1,3 millones de empleos. La tasa de paro continuará repuntando suavemente en lo que queda de año, cerrando en el 4T09 ligeramente por encima del 19%, desde el 17,9% registrado en el 2T09. Este crecimiento de la tasa de paro es relativamente acotado debido a la intensa moderación que en lo que llevamos de año se ha producido en la población activa.⁵ No obstante, existe una especial incertidumbre sobre los efectos en términos de empleo de la finalización del Fondo de Inversión Local, por lo que se acumulan riesgos a la baja en términos de destrucción de empleo en el 4T09 y en el 1T10. En 2010 la destrucción de empleo disminuirá y la tasa de paro se situará, en promedio, en el 20,7%, a pesar de la intensa desaceleración en el crecimiento de la población activa.

España: Cuadro macroeconómico

tasas a/a	2007	2008	2009	2010
Consumo hogares	3.4	0.1	-4.0	0.0
Consumo AA.PP.	4.9	5.3	3.3	2.4
FBCF	5.3	-3.0	-13.9	-9.0
Equipo y otros productos	7.5	0.2	-20.1	-12.2
Construcción	3.8	-5.3	-9.1	-6.2
Vivienda	3.8	-10.9	-23.1	-13.0
Resto	3.9	0.9	3.9	0.3
Demanda nacional (*)	4.4	0.2	-5.8	-2.2
Exportaciones	4.9	0.7	-19.5	0.3
Importaciones	6.2	-2.4	-22.9	-4.4
Saldo exterior (*)	-0.8	1.0	2.3	1.5
PIB	3.7	1.2	-3.5	-0.7
Empleo total (EPA)	3.1	-0.5	-6.3	-2.7
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	8.3	11.3	18.2	20.7
Renta Disp. Hogares real	2.4	3.1	0.3	0.9
Tasa de Ahorro Familias (% renta)	10.2	13.0	16.8	17.6
Saldo por cuenta corriente (%PIB)	-10.0	-9.5	-7.0	-4.4
Deuda Pública (% PIB)	36.3	39.5	53.5	63.0
Saldo de las AA.PP (% PIB)	2.3	-3.8	-9.5	-10.3
IPC media anual	2.8	4.1	-0.2	1.0

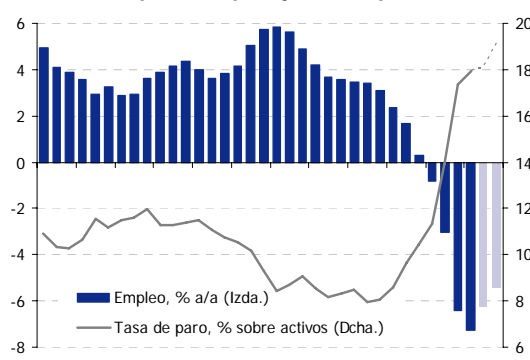
(*) contribuciones al crecimiento
Fuente: INE, Banco de España y previsiones BBVA

España: renta y ahorro de los hogares y PIB



Fuente: INE y SEE BBVA

España: empleo y tasa de paro



Fuente: INE y SEE BBVA

⁴ El cuadro macroeconómico completo puede consultarse en nuestra Web: http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/Previsiones_Espana_tcm346-189710.pdf

⁵ Para más detalles véase Observatorio Mercado Laboral de 24 de julio, disponible en nuestra página Web a través de [este enlace](#).

Finalmente, el significativo ajuste al que se someterá la economía española llevará a una fuerte reducción de sus necesidades de financiación, especialmente por la caída de la inversión de la economía, puesto que el aumento del ahorro del sector privado se compensa con el intenso desahorro del sector público. El déficit por cuenta corriente se situará en 2009 en el 7% y caerá holgadamente por debajo del 5% en 2010, pese al aumento de las necesidades de financiación del sector público, con un déficit previsto alrededor del 10% del PIB en 2009 y 2010, en ausencia de nuevas medidas.

La deflación continúa fuera de los escenarios más probables

La inflación en España ha continuado mostrando un perfil, primero de desaceleración y luego de caídas moderadas. Parte de la actual tasa negativa de inflación responde a un efecto base de los precios del petróleo. Este efecto revertirá en la parte final del año. Así, la inflación española ha alcanzado su mínimo en el mes de julio (en el -1,4%, según la estimación avance) y según nuestras previsiones repuntará a partir de ahora y volverá a tasas positivas en la parte final del año. En promedio anual se espera una caída en 2009 del -0,2%.

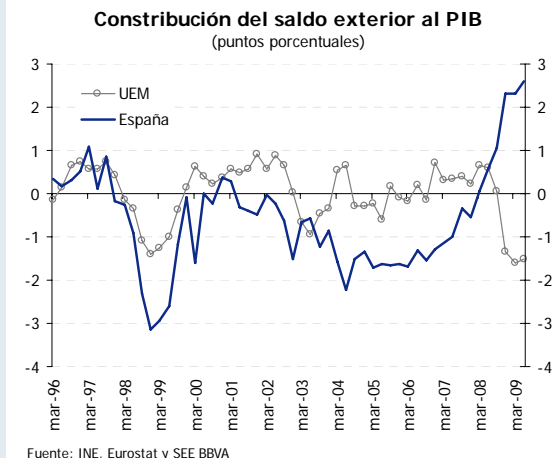
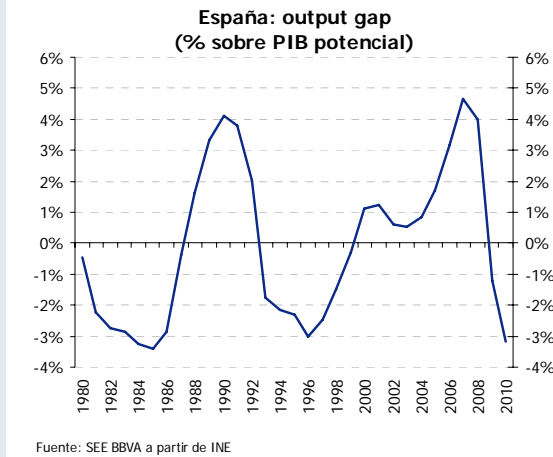
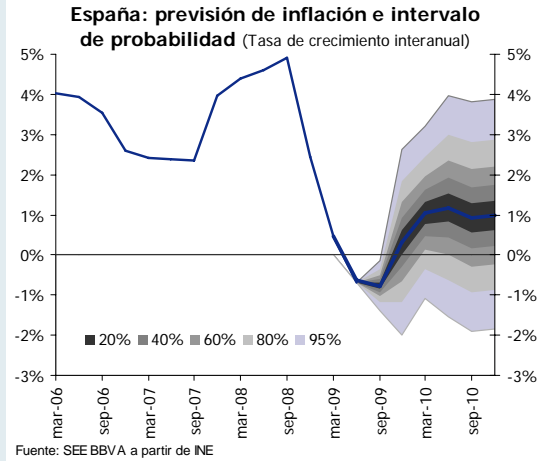
El escenario es especialmente favorable para que en 2010 continúen las presiones a la baja sobre los precios. Así, la prolongación de la debilidad de la demanda a 2010 llevará a niveles muy negativos de output gap. Los niveles históricamente bajos de utilización de la capacidad productiva que ya se observan y las elevadas tasas de paro, que acotarán los crecimientos salariales, son factores que permiten prever bajas tasas de inflación en todo el horizonte de predicción. Nuestro escenario apunta a una inflación del 1% en 2010, con riesgos a la baja. Aunque la corrección que están mostrando los componentes de la inflación subyacente todavía tiene algo de recorrido bajista, una deflación persistente continúa fuera de los escenarios más probables, aunque en los últimos meses haya ido aumentando su riesgo. La inflación subyacente cerrará como promedio de 2009 por encima del 0,5%, y continúa sin detectarse en la economía señales de interacción entre descensos en las expectativas de precios y retrasos en las decisiones de gasto propias de los episodios de deflación.

En todo caso, la existencia de tasas negativas de inflación durante este año no es necesariamente un aspecto negativo, toda vez que refleja una flexibilidad en la formación de precios de la economía española, ante una caída de la demanda, que en otros momentos recesivos no se había observado. La caída de la inflación prevista para 2009 y el suave repunte esperado para 2010 permiten, ceteris paribus, mejorar la competitividad precio de la economía española. De hecho, el diferencial de precios con respecto a la zona euro ha sido favorable a España de una forma sostenida durante todo el año (-0,9 puntos porcentuales en junio, frente al promedio histórico de +0,9).

Aún así, la caída del PIB en España será menor que en Europa

A pesar de la dureza de la recesión, la caída de la economía española en el bienio 2009-2010 será inferior a la que registre la economía europea (con una contracción del -4,3% en 2009 y del -0,3% en 2010). Y ello, pese a que la economía española cuenta con dos lastres adicionales: por una parte, su mayor peso en un sector en vías de redimensionamiento como es el de la construcción; por otra, el rápido endeudamiento acumulado en la fase expansiva previa, que en el nuevo entorno económico y financiero fuerza al despalancamiento.

Hay dos razones que explican este mejor comportamiento relativo. Por una parte, la utilización de políticas fiscales contracíclicas ha sido más intensa en España que en Europa, dado el mayor margen de actuación acumulado en la fase expansiva previa vía consolidación fiscal (una menor deuda pública en porcentaje del PIB). Como se comentó anteriormente, en España la

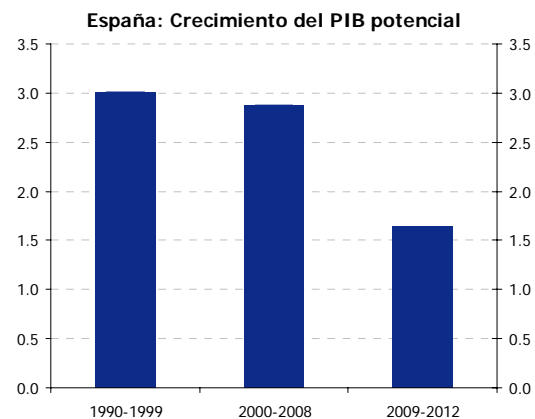


introducción de políticas discrecionales y la actuación de los estabilizadores automáticos supondrán a finales de 2009 casi 12 puntos de PIB (diferencia en el saldo fiscal 2009-2007), mientras que en Europa será de 4,8 puntos. Por otra parte, el saldo exterior presenta en España un comportamiento contracíclico, al contrario que en la UEM. Esto supone que en la fase recesiva del ciclo las importaciones caen en España en mayor medida, reduciéndose de esta forma su drenaje sobre el PIB.

De las políticas de corto a las de largo plazo: la necesidad de reformas que impulsen el crecimiento

La fase más crítica de la recesión parece superada. Aunque continúan existiendo riesgos, puede decirse que las políticas económicas de estabilización han resultado relativamente exitosas en su objetivo de suavizar el ciclo y disminuir el grado de contracción de la economía. Sin embargo, la situación actual y las perspectivas más inmediatas distan de ser satisfactorias y es necesario pasar a políticas estructurales. Hasta el momento la agenda con las medidas adecuadas que permitirían recuperar una senda de crecimiento sostenido y generadora de empleo avanza con más lentitud de la deseada. El riesgo más importante, por tanto, está en que una vez superada la recesión (en algún momento de 2010) se entre en un periodo caracterizado por una reducida tasa de crecimiento y una lenta disminución del desempleo. Según nuestras estimaciones, en ausencia de reformas estructurales clave sobre los mercados de factores, bienes y servicios se producirá una significativa caída del crecimiento potencial de la economía española, que limitaría la fortaleza de la recuperación posterior.

Hasta el momento se ha abordado con decisión el proceso de reestructuración del sistema financiero, se ha aprobado un nuevo sistema de financiación autonómica y se han adelantado los objetivos de la consolidación fiscal de los próximos años.⁶ Sin embargo, la crisis actual plantea con urgencia la puesta en práctica de medidas enfocadas a abordar los dos grandes retos de la economía española: disminuir sus necesidades de financiación exterior mediante el aumento de su competitividad y la reducción de una elevada tasa de desempleo, mediante reformas en el mercado laboral español que mejoren su deficiente funcionamiento.⁷ Hasta el momento la actuación pública ha servido para evitar en el corto plazo un daño dramático a la economía. Sin embargo, es necesario abordar reformas que adelantarían la recuperación, reducirían la tasa de desempleo, aumentarían el crecimiento a largo plazo y, probablemente, contribuirían a evitar la vuelta a situaciones recesivas tan intensas como la actual, mediante la reducción de las vulnerabilidades estructurales de la economía española.



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

⁶ Véase Observatorio Económico: "El Gobierno aprueba una ambiciosa consolidación fiscal entre 2010 y 2012", disponible en [nuestra Web](#).

⁷ Las propuestas del Servicio de Estudios de BBVA en materia de reforma del mercado de trabajo están recogidas en el número de marzo de Situación España, descargable de: http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/0903_situacionespana_tcm346-189472.pdf