



Consejo Empresarial
para la
Competitividad

Crecimiento y sostenibilidad de la economía española



Mayo 2012



Consejo Empresarial
para la
Competitividad

Presidentes Ejecutivos miembros del Consejo Empresarial
para la Competitividad (CEC)*

Sr. D. César Alierta, Telefónica. Presidente CEC.

Sr. D. Isidoro Álvarez, El Corte Inglés.

Sr. D. Emilio Botín, Banco Santander.

Sr. D. Antoni Brufau, Repsol.

Sr. D. José Manuel Entrecanales, Acciona.

Sr. D. Isidro Fainé, La Caixa.

Sr. D. Francisco González, BBVA.

Sr. D. Antonio Huertas, MAPFRE.

Sr. D. Pablo Isla, Inditex.

Sr. D. José Manuel Lara, Grupo Planeta.

Sr. D. Florentino Pérez, ACS.

Sr. D. Rafael del Pino, Ferrovial.

Sr. D. Juan Roig, Mercadona.

Sr. D. Ignacio Sánchez Galán, Iberdrola.

Instituto de la Empresa Familiar, representado por

Sr. D. Isak Andić, Mango.

Sr. D. Simón Pedro Barceló, Grupo Barceló.

Sr. D. Leopoldo Rodés, Havas Media Group.

Director CEC: Sr. D. Fernando Casado.

* Por orden alfabético

Índice de Contenidos

1. España, crecimiento y sostenibilidad externa en el corto y medio plazo	02
2. La economía española tocará fondo a finales de 2012	04
España mostrará mejora económica a lo largo de 2012	04
Algunas luces sobre el mercado laboral español en el corto plazo	07
La Reforma Laboral alinea el mercado laboral español con el europeo en flexibilidad y costes	08
3. El crecimiento de las exportaciones refleja ventajas competitivas de las empresas españolas y el potencial de un gran mercado natural: Latinoamérica	12
Mejora en competitividad y productividad sin precedentes	12
Exportaciones lideran el cambio de modelo de crecimiento	14
Exportaciones de servicios: manteniendo el liderazgo en turismo y despuntando en otros servicios de valor añadido.	17
4. Posición Externa sostenible	18
La posición deudora neta internacional de España es del 42% del PIB	18
IED sobrefinancia la cuenta corriente reflejo del indudable atractivo del país	25
5. Hacia la senda de estabilidad presupuestaria sin excesiva penalización para el crecimiento	28
6. España cuenta con empresas altamente competitivas	30
Gran internacionalización de la empresa española, con filiales externas que realizan un volumen de ventas superior a 200 millardos de €	30
Grandes empresas españolas han alcanzado posiciones de liderazgo a nivel mundial	32
7. Las pérdidas esperadas en el sector bancario están acotadas	34
El saneamiento del sistema financiero no tendrá un impacto significativo en el stock de deuda pública	40
Un nuevo paso en la reforma financiera que disipa las dudas sobre el saneamiento de la cartera inmobiliaria: el Real Decreto 18/2012	42
8. Sector inmobiliario español: sobreoferta se reabsorbe en 3-4 años	44
El ajuste de actividad inmobiliaria en flujos está prácticamente finalizado	44
Stock de vivienda en descenso	46
Pendiente sólo un 10% de caída para completar el ajuste en precios	46
Sistema financiero capaz de resistir caídas próximas al 50% en precios de la vivienda, gracias a elevadas provisiones	48
9. España, sobrepenalizada por los mercados de deuda pública	50

1

España, crecimiento y sostenibilidad externa en el corto y medio plazo

La economía tocará fondo en el cuarto trimestre de 2012.

- Las **exportaciones** crecerán a un ritmo del 3,4%, con lo que el sector externo añadirá cerca de 0,7pp al crecimiento intertrimestral.
- España está viviendo una mejora en **competitividad** y productividad sin precedentes, lo que sostiene el crecimiento exportador y permite mantener el liderazgo en sectores clave como el turismo, y despuntar en otros servicios de valor añadido.
- La **reforma laboral** alinea el mercado laboral español con el europeo, en flexibilidad y costes, lo que permitirá revertir la situación hacia finales de año.
- La **gran internacionalización de las empresas españolas** ha permitido alcanzar posiciones de liderazgo a nivel mundial en sectores clave. Nuestra plataforma hacia Latinoamérica hace que exista mucho potencial por desarrollar.

La **deuda externa de España es sostenible**, pues si se tiene en cuenta las IED recibidas, la posición deudora internacional (neta de IED recibida) es del 42% del PIB.

- El ajuste histórico en **Cuenta Corriente** continuará a futuro y dejará el déficit bajo el 2%.
- Elevada **Inversión Extranjera Directa** –que **sobrefinancia** la cuenta corriente– reflejo del indudable atractivo del país.
- El **sector privado** tiene un activo externo neto de deuda **positivo en 16pp** del PIB, sin considerar cédulas hipotecarias, que no presentan problemas de amortización por el ahorro de los hogares.

Es posible alcanzar los objetivos **de déficit público**, con ayuda de la venta de activos.

La consolidación y reestructuración del sistema bancario avanza a buen ritmo.

- Las **pérdidas están acotadas**, siendo el sistema financiero capaz de resistir caídas próximas al 50% en precios de la vivienda, ya que las provisiones previstas a final de año acumuladas desde el inicio de la crisis serán del orden del 20% del PIB.

En España, **el stock de vivienda nueva** se sitúa a finales de 2011 **en torno a las 680 mil unidades**, habiendo permanecido estable en los últimos 3 años, (la reducción en las viviendas terminadas se ha visto acompañada por una reducción en el número de transacciones). Se espera que la sobreoferta **de viviendas se absorba entre 3 y 4 años** hasta alcanzar un nivel de stocks de equilibrio, estimado entre 200 y 250 mil viviendas nuevas.

Con todas las consideraciones anteriores una **prima de riesgo** país en torno a los 150 puntos básicos sería más coherente con los fundamentos de la economía española.

2 La economía española tocará fondo a finales de 2012

España mostrará mejora económica a lo largo de 2012

La economía española se contraerá en 2012 un 1,4% aunque la dinámica del ciclo mejorará progresivamente a partir del tercer trimestre del año (trimestre en el que incidirá de manera más acusada el ajuste fiscal) y aunque existen otro tipo de previsiones, según los análisis realizados el decrecimiento acabará en el cuarto trimestre (ver figura 1) por el sector exterior, la mejora de las expectativas y el balance financiero positivo de los hogares (3,5pp de su renta o €25.000 millones).

Figura 1: PIB España: crecimiento anual y dinámica trimestral

	2012	2013	1T12	2T12	3T12	4T12
PIB	-1,4	0,5	-0,3	-0,5	-1,0	0,0

El trimestre más complicado será el tercero por el impacto del ajuste fiscal:

- i) Incremento del IRPF desde feb-12 reduce 240€/año o un 1,3% la renta de los hogares.
- ii) Medidas adicionales presentadas en los Presupuestos Generales del Estado en vigor desde mayo con impacto en la partida de gasto público.

A partir del 4T12 la eliminación de los efectos *one-off* fiscales y un mayor dinamismo de nuestros principales socios comerciales, permitirían que el sector exterior compense la demanda interna hasta hacer nula la tasa de crecimiento trimestral en el 4T12.

Por componentes, la demanda interna restará 4,2pp al crecimiento que serán compensados en casi 2/3 partes por la demanda externa (+2,8pp) (ver figura 2).

Figura 2: PIB España: crecimiento anual y dinámica trimestral

	2012
PIB	-1,4
Demanda Interna	-4,2
Consumo Hogares	-1,8
Inversión	-7,1
Consumo Gobierno	-8,0
Demanda Externa	2,8
Exportaciones	3,6
Importaciones	-5,5

Dentro de la demanda interna, el **consumo privado se contraerá en 2012 un 1,8%** principalmente por el retroceso (4,5%) de la renta disponible de los hogares. La mitad de esta caída es por empleo, mientras que el resto se explica a partes iguales por el impacto del IRPF (1,3pp) y la caída del salario real. La creación neta de empleo será cercana a cero en el último trimestre de 2012. A esto contribuirá la puesta en marcha de la reforma laboral, la estabilización de la economía y el impacto positivo de los pagos de las facturas a proveedores gracias a las líneas concedidas para tal propósito por el ICO. La contracción de la renta restará 2,3pp al consumo privado.

- El ajuste de los precios de la vivienda (un 10% adicional de caída estimado en 2012) tendrá un impacto negativo en el consumo de -0,8pp.
- La riqueza financiera caerá un 4,8% en términos reales debido al retroceso del 13%¹ de las acciones y los fondos de inversión que suponen el 30% de la cartera financiera de los hogares. Esto restará 0,1pp al consumo de los hogares.
- Por último, la bajada de los tipos de interés durante 2012 y el impacto directo positivo sobre la carga financiera añadirá al consumo 0,3pp.

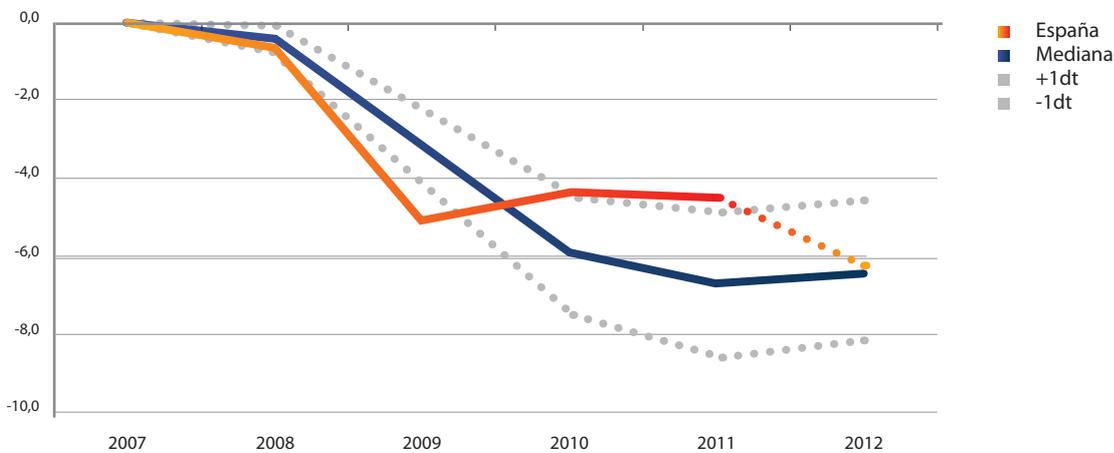
Los componentes anteriores apuntan a un retroceso del consumo de 2,8% en 2012, sin embargo los hogares disponen de holguras financieras que añadirían 1pp al consumo en 2012 y dejarían la contracción en sólo el 1,8%.

- Así, mientras que la tasa de ahorro de los hogares se encontraría en el 4T11 ligeramente por debajo del promedio histórico (11,6% de la renta disponible), el balance financiero, es decir, la diferencia entre este ahorro y las amortizaciones por el pago de deudas y la nueva inversión realizada se sitúa todavía 2,6pp por encima del promedio histórico o el equivalente a €17.200 millones. De dedicar este margen íntegramente a consumo, este aumentaría casi un 3% alcanzando niveles de finales de 2008.
- En línea con lo que ha venido ocurriendo en años anteriores y siendo más conservadores, nosotros suponemos que de estos 2,6pp se dedica sólo 1pp para consumo en 2012 vs. 4,2pp y 2,2pp en 2010 y 2011 respectivamente.

1 Considera la caída del IBEX 35 desde el 31-dic-11 hasta el promedio de abril, lo que implica que el índice tendría una revalorización anual desde los niveles del 18-abril en torno al 5%.

¿Cómo compararía ese descenso del 1,8% en Consumo Privado con recesiones asimilables? Creemos que el ajuste adicional comentado anteriormente cuadraría con un descenso acumulado en torno al 6% en el consumo desde el inicio de la crisis, lo que supondría un patrón similar al experimentado por otros países desarrollados inmersos en ajustes inmobiliario y de crédito (ver figura 3).

Figura 3: Caída del consumo privado (pp) acumulada en recesiones con fuerte aumento de la deuda de los hogares en los años previos



Fuente: FMI.
Análisis realizado con una muestra de 95 países y 99 episodios de crisis inmobiliarias desde 1980.

El sector exterior aportará 2,8pp de crecimiento compensando la caída de la demanda interna (y en el fondo del sector residencial), algo que viene ocurriendo desde el inicio de la crisis y que es reflejo de la capacidad de la economía española para buscar otras maneras de obtener crecimiento. De hecho, excluyendo la construcción, España ha crecido desde el cuarto trimestre de 2009 un 1.6%, estando a sólo un 2.4% del nivel máximo histórico de PIB alcanzado antes de la crisis, en línea con la situación de Europa.

En las cifras anteriores se está considerando el impacto positivo en el corto plazo que tendrá sobre la actividad empresarial la **inyección a través del ICO de 50.000 millones € a partir de mayo**, para acelerar los pagos pendientes a proveedores de las administraciones autonómicas, locales y pymes que se divide en los siguientes tramos:

- 30.000 millones para los proveedores de las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales a través de un préstamo sindicado a diez años y con dos años de carencia, ampliables a 35.000 millones. Este pago se hará

mediante un Fondo de Financiación de Pago a Proveedores, en cuya dotación participan más de ochenta entidades financieras, siendo la primera el ICO con una aportación de 7.000 millones.

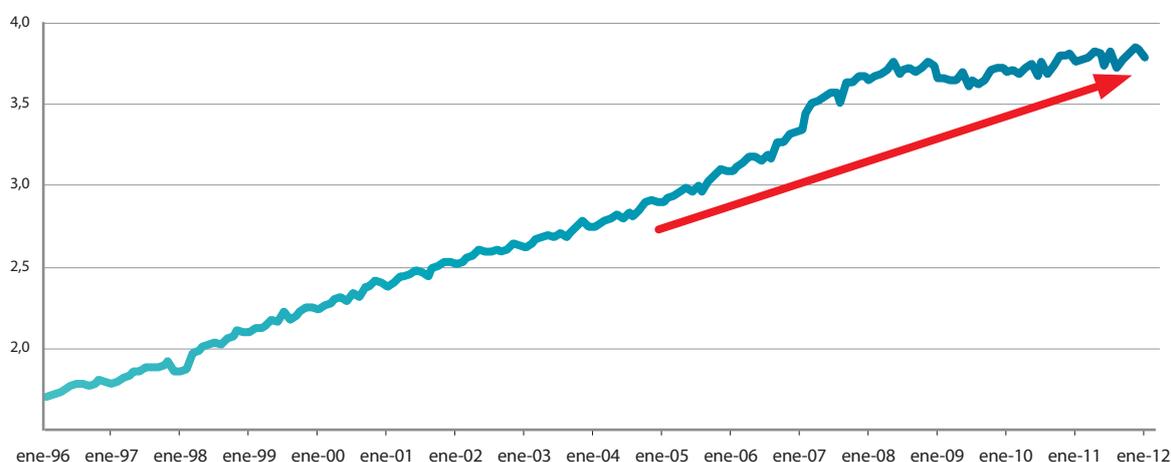
- Ampliación de cinco líneas de crédito ICO para pymes y emprendedores (+16% sobre 2011) por un monto de 22.000 millones de euros. Estas se dividen en: i) ICO inversión: 9.000 millones de euros para comprar vehículos y maquinaria, ii) se duplica la línea ICO internacionalización, hasta los 2.000 millones de euros, iii) se amplía de 6.000 a 8.000 millones la línea ICO liquidez, la línea ICO emprendedores desde los 750 hasta los 2.000 millones y la línea ICO rehabilitación para reactivar el mercado inmobiliario.

Algunas luces sobre el mercado laboral español en el corto plazo

En el mercado laboral español también existen algunas luces en el corto plazo entre las que destacan:

- Pese a la caída del empleo total, **un 30% de la fuerza laboral** (3,8 millones de personas) **se encuentra hoy en sectores con crecimiento positivo** en el empleo entre los que destacan los relacionados con el turismo (hostelería), la consultoría y las actividades de I+D (ver gráfico inferior).
- **Inyección del ICO** en 2012 de €50.000 millones para pagar las facturas tendrá un impacto positivo en el empleo entre **75.000 y 100.000 puestos**.

Figura 4: Evolución del empleo en sectores con crecimiento positivo (millones)



Otro ejemplo de dinamismo empresarial se produce en el franquiciado. Así, durante 2011 ha experimentado un aumento del 3,2% el número de establecimientos abiertos en España, **un 3,9% en el empleo generado** -hasta los 241.000 puestos- y un 7% en el nivel de facturación hasta alcanzar el registro histórico máximo del año 2008.

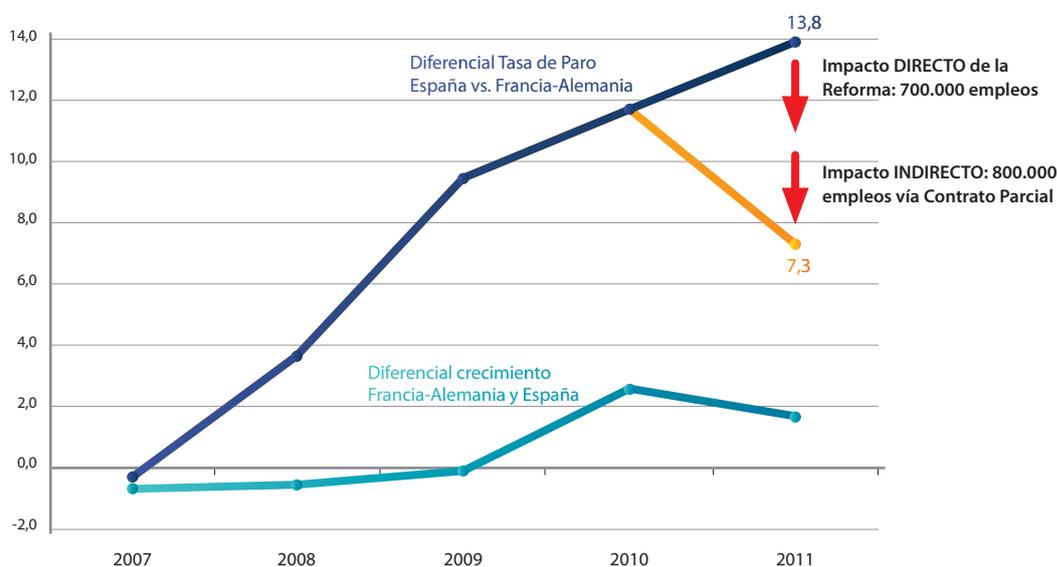
La Reforma Laboral alinea el mercado laboral español con el europeo en flexibilidad y costes

La situación de nuestro mercado de trabajo tiene su origen, en parte, en las deficiencias de nuestro marco laboral y que tienen un impacto negativo tanto en el paro estructural como en la relación entre diferencial de crecimiento y diferencial de paro.

No obstante, en la actualidad España está atravesando el proceso de reformas laborales más prolongado e intenso de nuestro Derecho del Trabajo contemporáneo, e incluso llegado a acuerdos como el firmado el 25 de enero entre organizaciones patronales y sindicatos para el período 2012-2014 que suponen avances innegables en esta materia.

Viendo la relación entre el diferencial de crecimiento y de paro tal y como se aprecia en el gráfico siguiente, mientras que el crecimiento del PIB presenta un diferencial negativo en 2011 de 1,7 puntos con el promedio de Alemania y Francia, el diferencial negativo en el caso de la tasa de desempleo alcanza 13,8, ocho veces más (ver figura 5, línea azul oscuro).

Figura 5: Ajuste comparado de ciclo y paro entre España y Francia-Alemania



Los factores que están detrás de este gap son:

- La mitad aproximadamente se debe al ajuste del sector de la construcción. Según la EPA, en el sector de la construcción se han destruido 1,5 millones de empleos desde el inicio de la crisis lo que supone 7,5pp de aumento de la tasa de paro².
- El resto se debe a que Alemania y Francia han avanzado más que España en la implementación de determinadas reformas de carácter estructural³.

La reforma laboral aprobada, puede tener un impacto significativo en nuestro mercado laboral a través de 2 canales:

- La reducción de los costes de despido y una menor rigidez de las negociaciones salariales (ambos se situarán tras la Reforma en línea con el promedio europeo) permitirían crear en el medio plazo unos 700.000 puestos de trabajo ya que estos factores son responsables en torno al 50% de las causas estructurales que explican nuestro diferencial de paro con Europa.

² El número de empleados en este sector ha pasado de 2,7 millones en el 3T07 hasta los 1,2 millones del 1T12.

³ Samuel Bentolila et al. "Two-Tier Labor Markets in the Great Recession France vs. Spain".

2. La economía española tocará fondo a finales de 2012

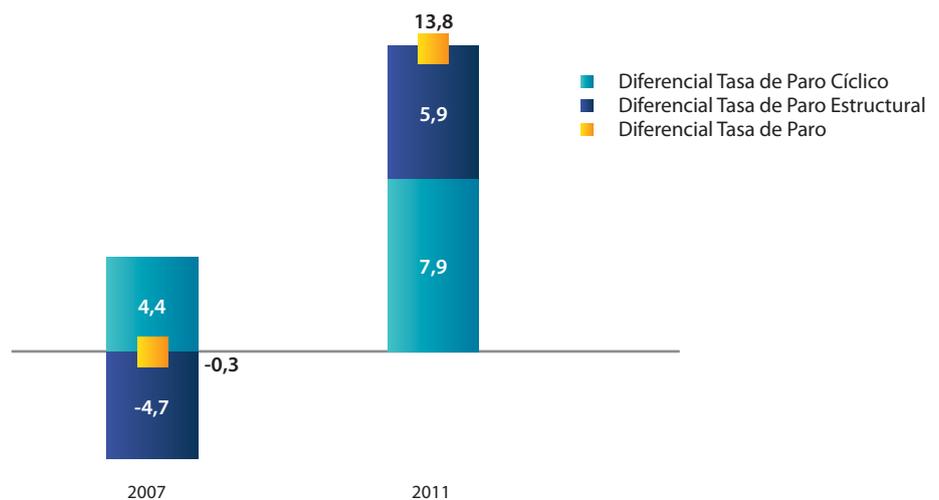
- Por otro lado, la flexibilidad interna a nivel empresa introducida debería impulsar la contratación a tiempo parcial, modalidad que en nuestro país es significativamente inferior a otros países de la Unión Europea (14% en España frente a niveles por encima del 20%). Si con la reforma la contratación parcial alcanzara los niveles europeos, supondría la creación de hasta 800.000 puestos de trabajo y el diferencial de paro se reduciría en otros 3pp para situarse acorde con el diferencial de crecimiento (ver figura 5, línea amarilla).

Analizando la evolución de la tasa de paro bajo otra perspectiva: paro estructural⁴ y cíclico⁵, se estima que a día de hoy la tasa de paro estructural es del 16% y la cíclica del 8,4%.

En el año 2007 nuestra tasa de paro total era inferior en 0,3pp a la del promedio de Francia y Alemania resultado de:

- Diferencial favorable a España en la tasa de paro cíclica de 4,7pp.
- Diferencial desfavorable de 4,4pp en la tasa de paro estructural (ver figura 6).

Figura 6: Diferencial tasa de paro España vs. Francia-Alemania



⁴ Tasa de paro si la economía creciese conforme a su potencial.

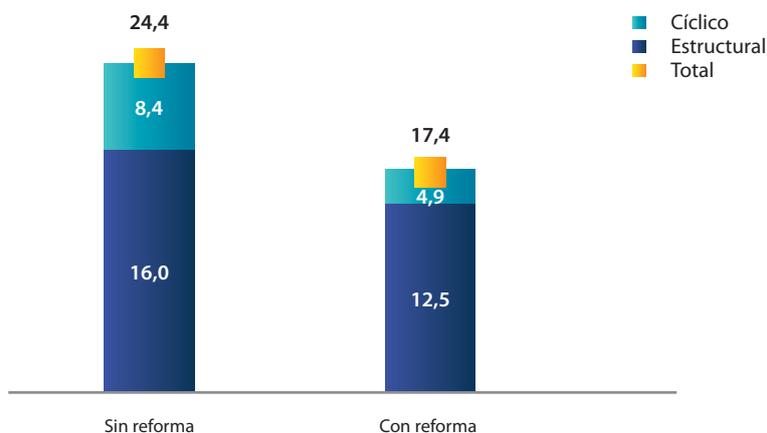
⁵ Tasa de paro de carácter coyuntural y que desaparece cuando la economía retorna a su tasa media de crecimiento.

A finales de 2011, el diferencial de la tasa de paro de España frente a Alemania y Francia es de casi 14pp. Un 76% del incremento se explica por el repunte de la tasa de paro cíclica que ha aumentado casi 11pp (desde -4,7pp hasta +5,9pp) de los que casi el 60% son por construcción. Por otro lado el paro estructural sólo habría aumentado 3,5pp con lo que explica un 24%.

- Si el diferencial entre la tasa de paro española y europea fuera exclusivamente estructural, España tendría hoy una tasa de paro en el entorno del 16% (alrededor de 8pp por debajo de la actual).
- La **Reforma Laboral** tiene como prioridad la **reducción del componente estructural de la tasa de paro española**. Se podría decir también que su objetivo es reducir la variabilidad del componente cíclico, incidiendo en ajustes diferentes que los ligados a la destrucción de puestos de trabajo (salarios, horas trabajadas).

El impacto directo de la reforma (véase apartado anterior) sería una reducción del diferencial del componente estructural entre España y “core” europeo hasta los 4,4pp que existían en el año 2007, mientras que el impacto indirecto reduciría el componente cíclico a aproximadamente 2,1pp. Estas medidas supondrían que **la tasa de paro en España se podría situar en el medio plazo en el 17,4%**.

Figura 7: Impacto de la reforma laboral en la tasa de paro



3 El crecimiento de las exportaciones refleja ventajas competitivas de las empresas españolas y el potencial de un gran mercado natural: Latinoamérica

Mejora en competitividad y productividad sin precedentes

Tras una década de estancamiento en los indicadores de competitividad, desde los inicios de la crisis, España ha mostrado una recuperación sin precedentes en este ámbito, muy superior a la del resto de países de la Zona Euro, y ha tenido su reflejo en el excepcional comportamiento de sus exportaciones anteriormente comentado. La mejora competitiva de España se observa independientemente del indicador utilizado:

- i. **Espectacular reducción de los Costes Laborales Unitarios (CLUs), con una caída del 4,3% desde principios de 2008, y de casi un 6% desde el máximo alcanzado en 2009.** Esta evolución contrasta con el aumento del 6,5% en el conjunto de la Zona Euro o del 9% en Alemania (sólo Irlanda habría tenido una mayor caída de sus costes laborales durante el periodo). Detrás de este comportamiento de los CLUs está:
 - La contención salarial, con un aumento de los salarios nominales prácticamente nulo en los últimos 2 años, frente a un incremento anual promedio del 3,7% en Europa.
 - Pero fundamentalmente, **el fuerte aumento de la productividad, medida no sólo como PIB/ocupado (un 11% desde el comienzo de la crisis, el mayor entre los países de la Zona Euro), sino también si atendemos al PIB/hora trabajada, con un aumento desde 2008 superior al 8%, sólo superada por Irlanda entre los países de la Zona Euro (en Alemania, por ejemplo, tanto el PIB por ocupado como por hora trabajada se redujeron casi un 2% desde comienzos de la crisis).** De hecho, la mejora en productividad ha sido posible a pesar de que la jornada laboral en España se ha ampliado un 2,6% desde los inicios de la crisis, mientras que cae en el resto de la OCDE.

Figura 8: Cambio en la productividad por ocupado en la Zona Euro y el Reino Unido (% 4T11 vs. 1T08)

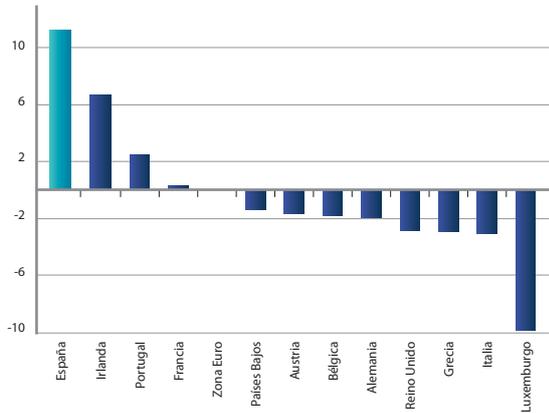
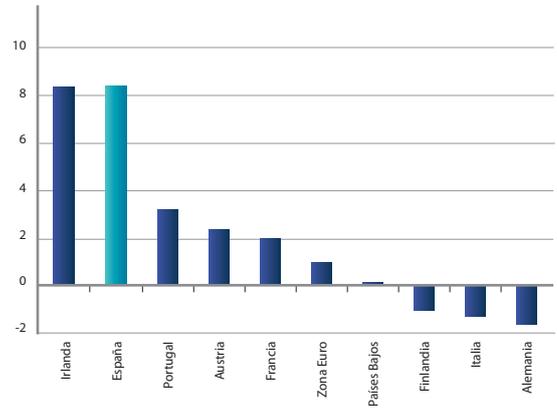


Figura 9: Cambio en la productividad por hora trabajada en la Zona Euro y el Reino Unido (% 4T11 vs. 1T08)



ii. Depreciación acumulada del tipo de cambio efectivo real (TCER) desde 2008 cercana al 7%, frente a una depreciación del 1,4% de la Zona Euro y a una apreciación cercana al 1% de Alemania. Se habría recuperado en tan sólo 3 años la mitad de la de competitividad perdida en los primeros 8 años de la década.

Figura 10: Tipo de cambio efectivo real frente a 36 economías industriales (Índice, 1T01=100)

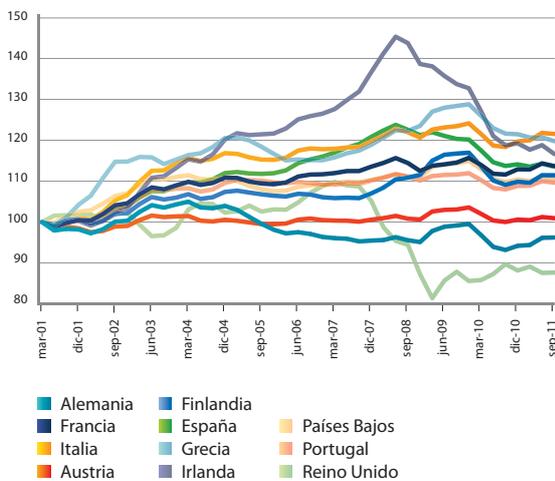
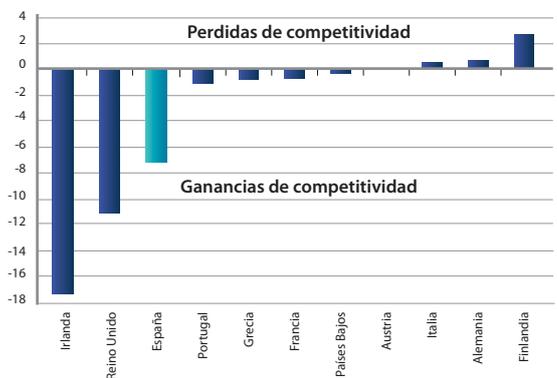


Figura 11: Tipo de cambio efectivo real frente a 36 economías industriales (1T08-3T11, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea.
Nota: Coste laboral unitario nominal del total de la economía utilizado como índice de precios.

3. *El crecimiento de las exportaciones refleja ventajas competitivas de las empresas españolas y el potencial de un gran mercado natural: Latinoamérica*

iii. **Corrección del diferencial de inflación con la Zona Euro, que se ha tornado favorable** a España tanto en el caso de los bienes transables (0,6% en promedio desde 2T08), como en servicios (desde mediados de 2009).

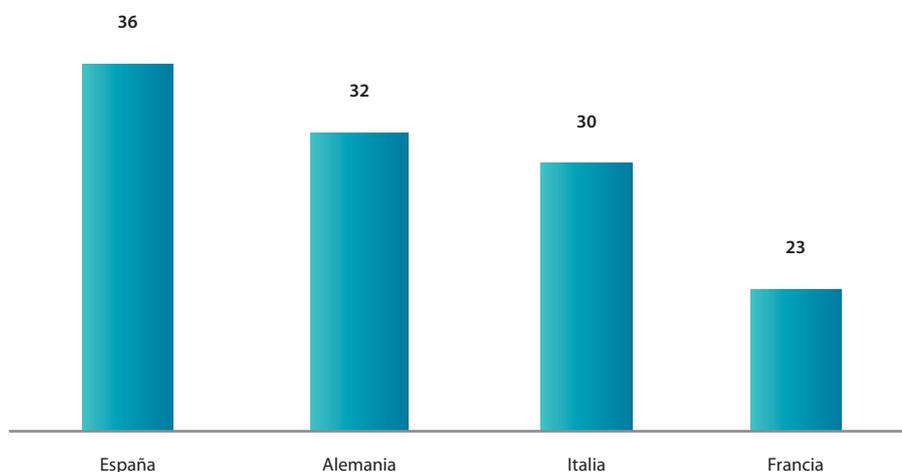
Exportaciones lideran el cambio de modelo de crecimiento

Las exportaciones españolas de bienes han aumentado desde 2009 en €54,6 millardos hasta alcanzar los €214,5 millardos en 2011 lo que supone una **tasa de crecimiento acumulada del 36%** y una mejora equivalente al 5,1% del PIB.

- El 83% de esta mejora (€45 millardos) se debe al incremento de las ventas de bienes de equipo y manufacturas.
- Casi se han doblado las exportaciones a Latinoamérica, China e India (subida de 6 millardos €), mientras que las importaciones mundiales de estos países han aumentado menos en este periodo (60 y 73% respectivamente).
- Subida de €22 millardos en las exportaciones a la Zona Euro (sobre €113 millardos).

En comparación con el resto de socios europeos, desde el fondo de la crisis, las exportaciones españolas son las que más han recuperado tal y como se observa en la figura 12.

Figura 12: Evolución exportaciones (variación acumulada desde el fondo, 2009-2011)

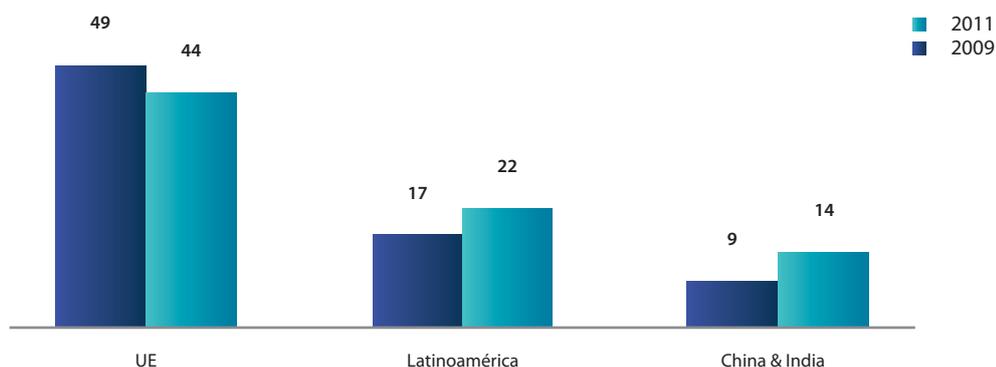


Así, las exportaciones, hasta finales de 2011, habrían aumentado un 36% desde 2009 (18,2% desde 2007); en contraste con el 23% de Francia (5,2%), el 32% de Alemania (12,6%) y el 30% de Italia (1,6%). La previsión de crecimiento para este año 2012 sitúa a España igualmente en una situación de ventaja en este grupo, con un aumento del 2,1% anual (vs. 1,3% Francia, 1,7% Alemania o 0,9% estimado para Italia) según el FMI.

El rápido crecimiento de las exportaciones españolas implica que nuestra economía es cada vez más abierta. Así, el peso de las exportaciones totales en el PIB ha aumentado desde el 22,8% en el 1T09 hasta el 30,5% en el 4T11, es decir, casi 0,7pp por trimestre. Si tenemos en cuenta que el peso de las exportaciones en la Zona Euro es del 44% del PIB y en Alemania del 50,6% del PIB, España tendría margen para alcanzar dichos niveles en los próximos años.

En paralelo a las exportaciones, también ha crecido el número de empresas exportadoras españolas, un 14% desde 2009 para llegar a las 122.987 empresas. Además se ha producido una diversificación regional (ver gráficos inferior) ya que se ha reducido la dependencia de la Unión Europea (el 44% de las empresas exportó a Europa en 2011 vs. el 49% en 2009), aunque sigue siendo nuestro mayor socio comercial con 54.169 empresas españolas exportando a esta región. Por otro lado, han aumentado las empresas operando en Latam y China e India con un aumento acumulado de las exportaciones del 44% hacia Latam y del 80% hacia China e India en su conjunto desde 2009; teniendo un 22% y 14% respectivamente del total de empresas exportadoras exportando a estas zonas. Esto no hace sino confirmar el cambio de rumbo tomado hace unos años en pro de la apertura a nuevos mercados.

Figura 13: % empresas exportadoras a cada región



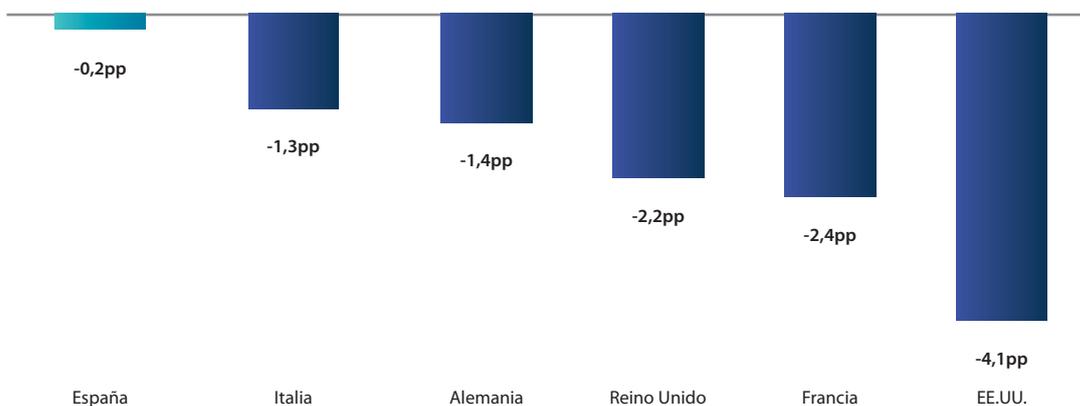
3. El crecimiento de las exportaciones refleja ventajas competitivas de las empresas españolas y el potencial de un gran mercado natural: Latinoamérica

El sector de mayor valor añadido (productos industriales y bienes de equipo) es el que más ha crecido: un 42,1% desde 2009, llegando a exportar €153,1 millardos. De hecho, ha pasado a representar el 71% del total con un aumento de 4pp desde 2009. Un ejemplo serían las exportaciones de automóviles que han aumentado en €23 millardos entre 2011 y 2009 (55%). Los demás sectores, agroalimentarios y bienes de consumo; han experimentado también un incremento en términos de exportación aumentando un 18,6 % y 16,7% respectivamente, aunque ambos han perdido peso sobre el total.

Con el auge de las economías emergentes y su mayor rol a nivel internacional, la mayoría de las economías desarrolladas han experimentado un descenso de su cuota exportadora a nivel mundial. **Analizando países comparables, se observa cómo desde el año 1999, España es uno de los países que mejor habría mantenido su nivel de cuota exportadora mundial (ver figura 14), en contra de lo que ha ocurrido para otras economías.** Por ejemplo, en algo más de una década Estados Unidos ha perdido más de 4pp, mientras que Francia y Reino Unido habrían perdido más de 2pp Incluso Alemania, siendo una de las economías más competitivas a nivel mundial, ha visto descendida su cuota en casi 1,5pp.

Este resultado ha sido posible gracias al **aumento de las exportaciones de casi 200 millardos de USD que ha conseguido realizar nuestra economía en el período 1999-2011.** El resto de países comparables también han sido capaces de aumentar sus exportaciones de manera considerable pero su cuota exportadora se ha visto reducida significativamente más que la española.

Figura 14: Variación Cuota Exportación mundial 1999-2011 (pp)



Exportaciones de servicios: manteniendo el liderazgo en turismo y despuntando en otros servicios de valor añadido

Por último el turismo sigue siendo un bastión importante para reforzar nuestro liderazgo mundial en el sector. Según las últimas estadísticas disponibles, hubo un crecimiento del 12,7% anual en el número de pernoctaciones extranjeras en 2011, con un incremento del 6,4% tomando también a los turistas interiores.

- Para 2012 se espera un aumento del 2,7% en la entrada de turistas extranjeros, llegando a 58,4 millones de turistas situándose a la cabeza europea en recepción.
- A nivel mundial, ocupamos el segundo lugar en cuanto a ingresos totales e ingresos por turista⁶, con \$52,5 millardos en total lo que supone \$996 por turista, sólo por detrás de Estados Unidos con \$103,5 millardos y \$1.731 respectivamente; y aventajando a competidores directos como Francia (\$46,6 millardos y \$606) o Italia (\$38,8 millardos \$890).
- El superávit exterior de la partida de turismo y viajes supera desde 1998 los 20 millardos de euros y, en concreto en 2011 superó incluso los 30 millardos de euros (superávit de 2011 30,6 millardos de euros). El turismo, por tanto, tiene una importancia estratégica como factor re-equilibrador de las cuentas exteriores de la economía española. Asimismo, el turismo es una fuente de generación de empleo de primera magnitud, representando el total de actividades de la industria turística (restauración, alojamiento, transporte y otros) más del 10% del empleo total de España.

Con relación a los Servicios No Turísticos, las exportaciones aumentaron en 11,3 millardos entre 2009 y 2011, crecimiento del 16%, de las mayores tasas entre los principales países europeos, en línea con Francia y 5pp por encima de Alemania. Por productos, servicios relacionados con el transporte y los financieros explican el 53% de la mejora, mientras que servicios a empresas explican \$3,5 millardos. Estas partidas muestran tasas de crecimiento superiores al 30%.

⁶ Datos del año 2010, Organización Mundial del Turismo.

4 Posición Externa sostenible

La posición deudora neta internacional de España es del 42% del PIB

La posición de deuda externa neta de activos en el exterior se mantiene limitada al 42% del PIB, descendiendo al 16% del PIB si se excluyen los títulos respaldados por hipotecas (ver figura 15).

Figura 15: Posición inversora neta internacional de España por sectores (2011)

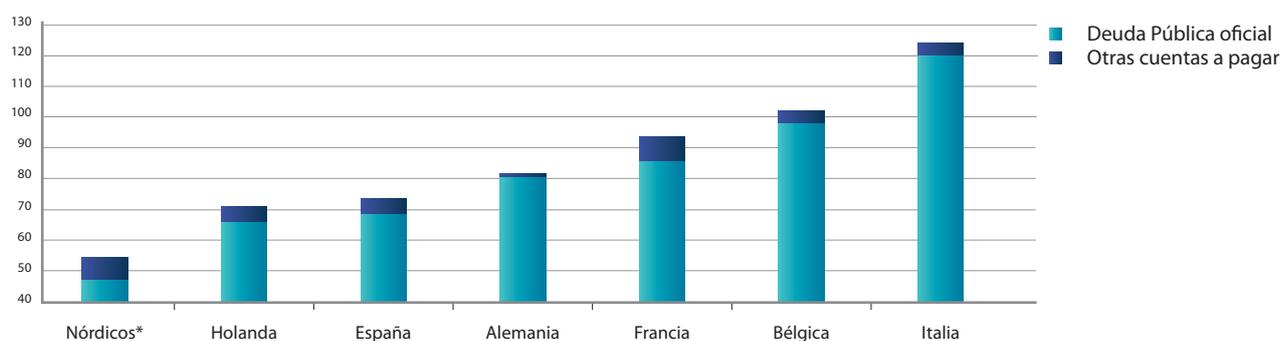
	€ Millardos	% PIB
Público Neto Total	-337	-31%
Activo	121	11%
Pasivo	458	43%
Cédulas Hipotecarias	-276	-26%
Activo Neto Sector Privado	169	16%
Activo	1.213	113%
Deuda Externa Bruta Privada (excl. titulaciones hipotecarias)	1.044	97%
Deuda Externa Neta Total España	-444	-42%

Nota (1) Se asigna la IED al Sector Privado y (2) se incluyen las reservas como activos del BdE.

Por partidas, el sector público presenta una posición deudora neta ligeramente por encima del 30% del PIB, en términos medios entre Italia (38% del PIB) y Alemania (14% del PIB), y muy por debajo de países como Austria (51% del PIB). Se espera, además, que dicha deuda se mantenga contenida ante la progresiva reducción del déficit público.

Adicionalmente como se aprecia en la figura 16, la deuda pública española incluyendo otros compromisos de pago no recogidos en la definición contemplada por la Comisión se sitúa por debajo de los niveles de Alemania, Francia e Italia.

Figura 16: Comparación internacional: deuda pública "ampliada" (% PIB)



* Nórdicos: promedio Finlandia y Dinamarca.
Fuente: Banco de España y FMI.

Por otro lado, la **deuda externa del sector privado** derivada de las cédulas hipotecarias equivale al 26% del PIB. Esta deuda tiene como contrapartida el pago de las hipotecas de los hogares, y debido a la situación de éstos (ver párrafos siguientes) no debería ser motivo de preocupación para los inversores, ya que dicha deuda se irá pagando sin problemas con el ahorro en curso.

Por su lado, excluyendo la deuda correspondiente a las cédulas hipotecarias, el resto del **sector privado presenta una posición acreedora neta positiva equivalente a aproximadamente €172 millardos (16% del PIB)**. Esta posición acreedora viene explicada en buena medida por:

- Activos equivalentes al 113% del PIB, fundamentalmente derivados de una elevada inversión directa de las empresas españolas en el exterior equivalente a €496 millardos (46% del PIB), teniendo buena parte de esta inversión como destino Latinoamérica. En este sentido, hay que resaltar que la Inversión Extranjera Directa (IED) por parte de nuestras empresas en la región latinoamericana representa el 50% del total de Europa.
- Y unos pasivos o deuda externa por un monto de 97% del PIB. Estos pasivos excluyen el pasivo no exigible (equivalente al 50% del PIB) que se corresponden en su mayoría con IED recibida⁷ y que por la definición de estos pasivos no suponen una necesidad de devolución.

Añadiendo este pasivo no exigible (50% del PIB) a la Deuda Externa Neta de España (42% del PIB) obtendríamos la Posición Neta Externa equivalente al 92% del PIB de los datos oficiales.

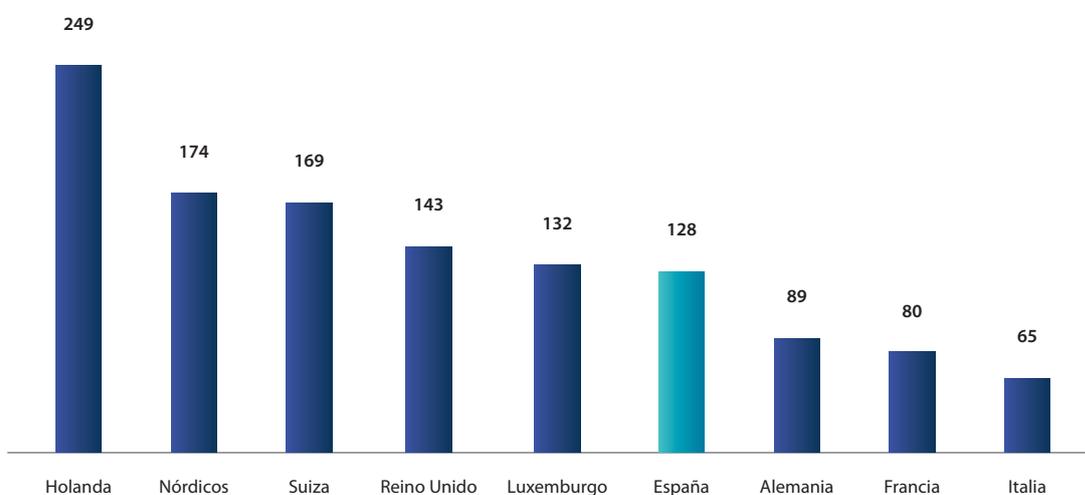
¿Por qué no es preocupante la situación de los hogares? **Porque el endeudamiento está en línea con países europeos, la carga financiera es inferior y está en marcha un proceso de desapalancamiento con una tasa de ahorro en línea con el promedio histórico.**

- Desde los máximos de mediados de 2010, la deuda de los hogares españoles con respecto al PIB se ha reducido en casi 7pp de PIB vs. 0,5pp que lo ha hecho en la Zona Euro ex-España. Esta reducción es equivalente a 49 millardos de euros.

7 Se incluyen las inversiones en acciones o participaciones en el capital de nuestras empresas de agentes extranjeros.

- Aunque los hogares españoles presenten un ratio de deuda/PIB superior al de Italia, Francia y Alemania, si lo comparamos con el resto de países europeos y respecto a la renta disponible-que representa la capacidad de pago real- se observa que **España se sitúa en un rango medio y claramente por debajo de Holanda (120pp menos), Suiza, Reino Unido o los países nórdicos (46pp menos de deuda sobre renta)** (ver figura 17).

Figura 17: Deuda/Renta disponible de los hogares (% , 2010)



- No obstante, a pesar de lo anterior, **la carga financiera (amortizaciones + intereses) suponía en España⁸ el 25% de la renta disponible, por debajo de los niveles de Francia (28%) y en línea con los niveles de Alemania e Italia de 2008 y con un promedio histórico de España.**
- Por último destacar que la tasa de ahorro sobre renta disponible permanece en el 11,6% y que **las familias españolas presentan un excedente disponible después de amortizaciones de deuda y de adquisiciones de 25 millardos de euros⁹, aproximadamente el 2,3% del PIB a cierre del año 2011.**

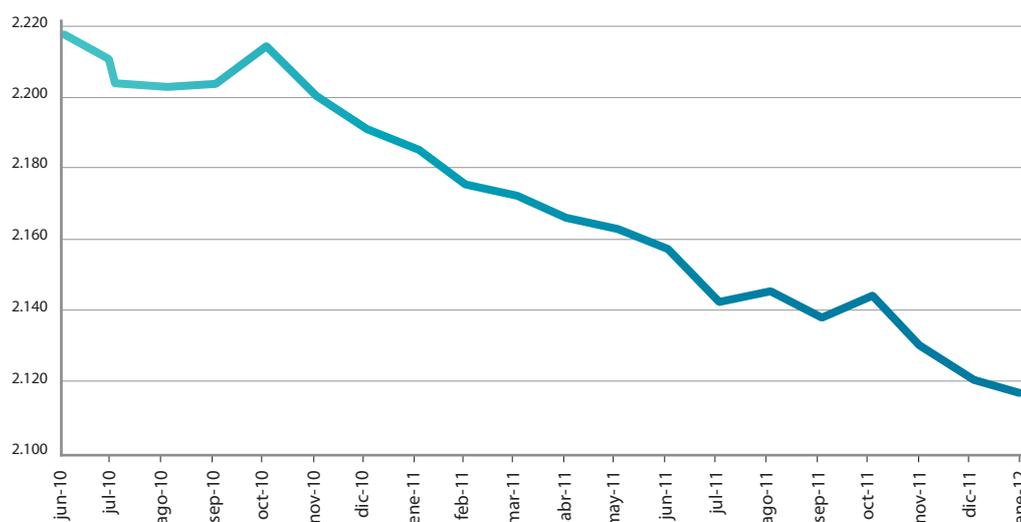
Sobre el sector empresarial, cabe decir que al igual que en el caso de los hogares **el proceso de desapalancamiento está en marcha y está siendo más intenso que en el resto de países.** Así, mientras que el crédito empresarial se ha reducido en España 8pp de PIB desde los máximos de finales de 2010 en la Zona Euro ex-España lo ha hecho sólo 0,9pp.

⁸ Últimos datos disponibles homogéneos a nivel europeo obtenidos del BCE.

⁹ Se define la capacidad de pago de los hogares como la diferencia entre el ahorro y las inversiones. Es decir, una capacidad de financiación positiva refleja que las inversiones que se están realizando son inferiores al ahorro y por lo tanto no sólo no es necesario endeudarse para llevarlas a cabo sino que además resta un remanente de ahorro.

Así, en conjunto, desde el segundo trimestre de 2010, el ajuste realizado en términos de reducción de deuda por hogares y empresas ha sido superior a 100 millardos de euros (en torno a 15 puntos porcentuales del PIB) (ver figura 18).

Figura 18: Crédito hogares + empresas no financieras (millardos de euros)



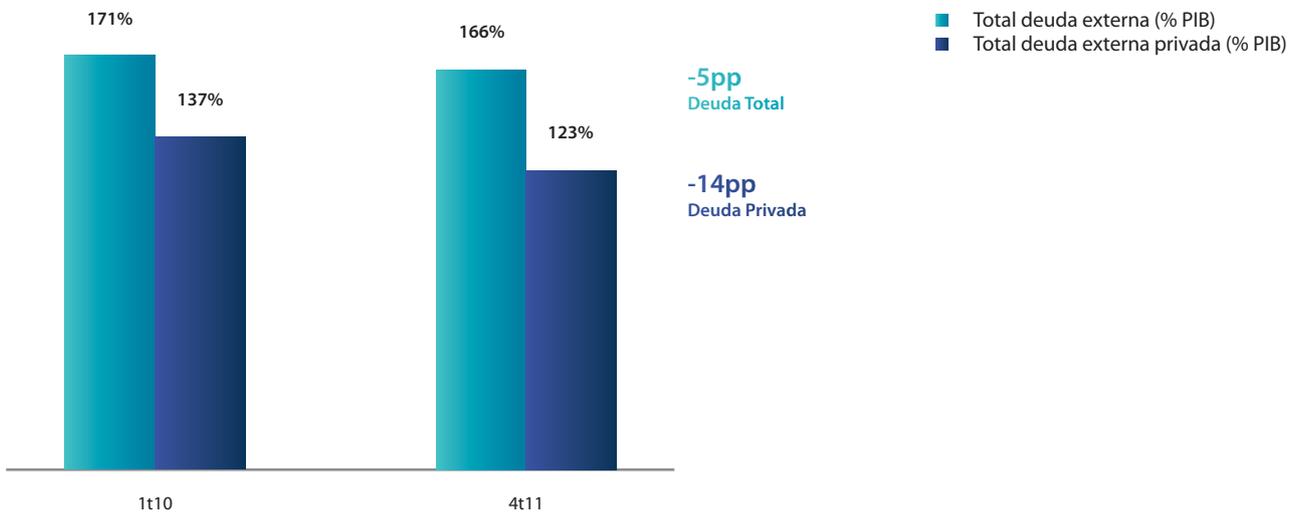
Por otro lado, las empresas españolas mantienen un crecimiento elevado del 10,6% en el beneficio de explotación, lo que supone un margen sobre valor añadido del 42% y un nivel de inversión cercano al 25% del valor añadido que generan. Esto se une al **flujo de caja disponible neto de inversiones cercano a los 16,8 millardos de euros, aproximadamente un 1,6% del PIB** a cierre del año 2011.

Además es importante señalar que el sector empresarial español, al margen del sector inmobiliario y promotor, no tiene un alto nivel de deuda (50% sobre el PIB en no inmobiliario), en comparación con la media europea (53%), y por tanto, no requiere de un importante desapalancamiento.

4. Posición Externa sostenible

Por tanto, España está menos endeudada, en términos brutos, con el exterior (166% del PIB) que países como Francia o Austria (208% del PIB), y en línea con Alemania. Además, tomando los datos de los últimos trimestres, observamos que, tanto la **deuda externa total (pública y privada) como la deuda externa privada, ya habrían comenzado a reducirse en términos de PIB** (ver figura inferior). Desde el pico alcanzado en el 1T10, el **ajuste habría sido en torno a 14 puntos porcentuales (pp) del PIB** para el caso de la deuda privada, mientras que la total se habría reducido en 5pp.

Figura 19: Deuda externa

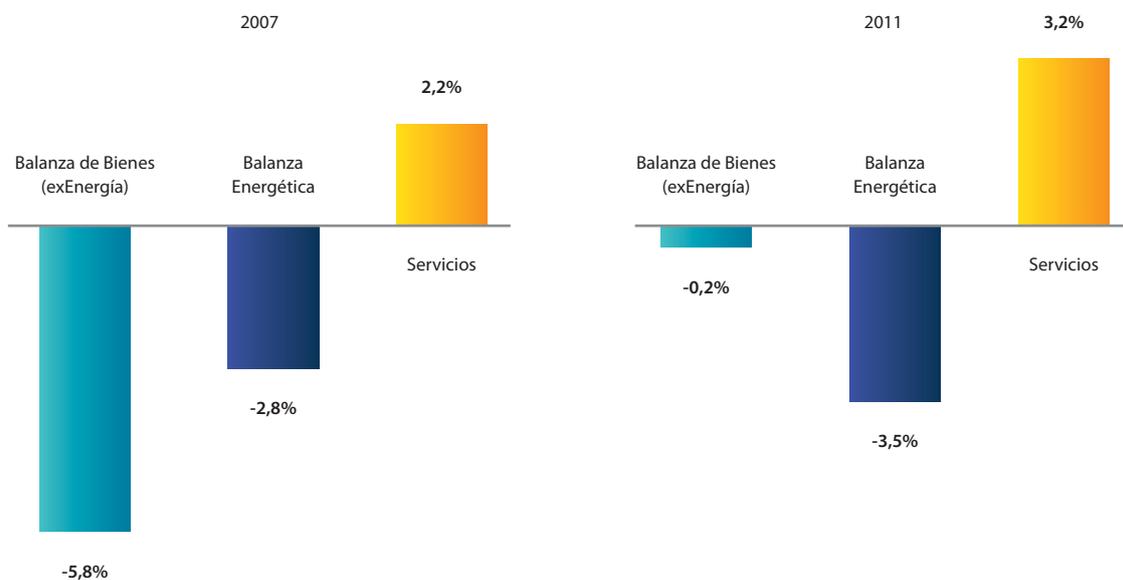


Ajuste histórico en Cuenta Corriente que continuaría a futuro, contribuyendo a la reducción de nuestra dependencia con el exterior haciendo sostenible la deuda externa.

Desde al año 1997 y con el comienzo de la década de “boom” económico, la cuenta corriente en España empezó a mostrar un déficit por cuenta corriente creciente (ver figura inferior) que alcanzó su pico en el año 2008 (10% de déficit como porcentaje del PIB). Con la llegada de la crisis económica y la mejora exportadora comentada anteriormente, el déficit se ha corregido a prácticamente 1/3, habiéndose producido un déficit por cuenta corriente en 2011 equivalente al

3,5% del PIB. El ajuste de 6,5pp del PIB que se ha producido en España es prácticamente récord y supone que nuestro país haya realizado el mayor ajuste desde que se inició la crisis dentro de los países de la Zona Euro.

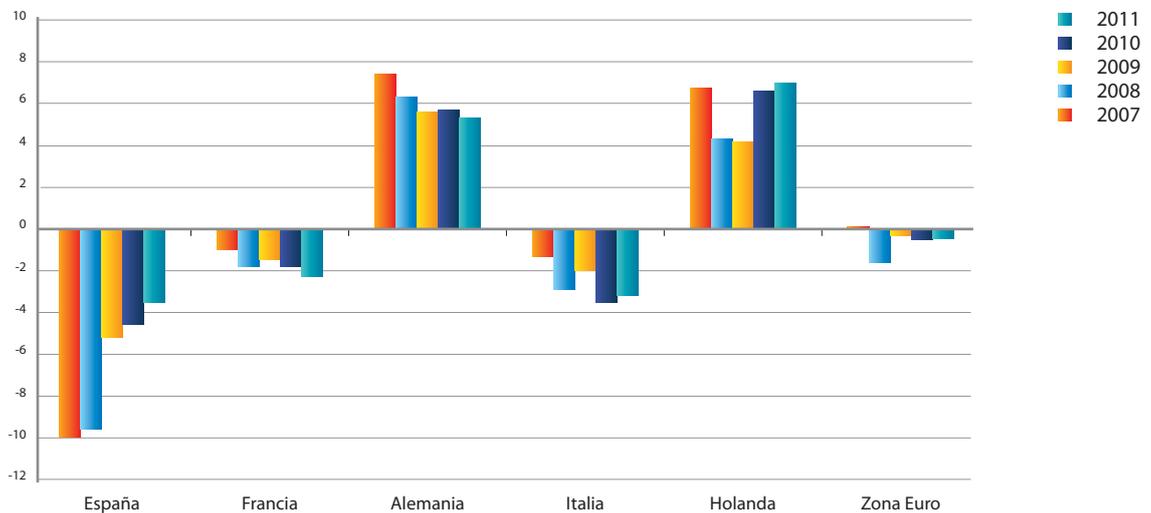
Figura 20: Evolución Balanza por Cuenta Corriente (% PIB)



La corrección observada en la cuenta corriente es reflejo del espectacular avance de la balanza comercial si excluimos la balanza energética. La balanza “no energética” mostró un déficit máximo en el año 2007 cercano al 6% del PIB, habiéndose cerrado casi por completo en tan sólo 4 años (ver figura anterior). El ajuste en la balanza comercial podría haber sido incluso mayor si no fuera por la dependencia energética que tiene nuestro país con el exterior y el repunte marcado en precios energéticos a nivel mundial.

Comparando con países de nuestro entorno, se observa cómo el déficit de España en estos momentos estaría en niveles similares a los de Italia y cercano al de Francia.

Figura 21: Evolución cuenta corriente (% PIB)



Según los analistas¹⁰, esta mejora en las cuentas externas se sostendría en el futuro, previendo alcanzar **un déficit por cuenta corriente por debajo del 1% del PIB y por debajo del 2,5% del PIB** para la balanza comercial, en el horizonte de cuatro años (ver figura 22).

Figura 22: Cuenta corriente y balanza comercial (% PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,1%	-1,7%	-1,3%	-0,8%	-0,4%
Balanza Comercial (% PIB)	-2,3%	-2,1%	-2,2%	-2,0%	-1,7%

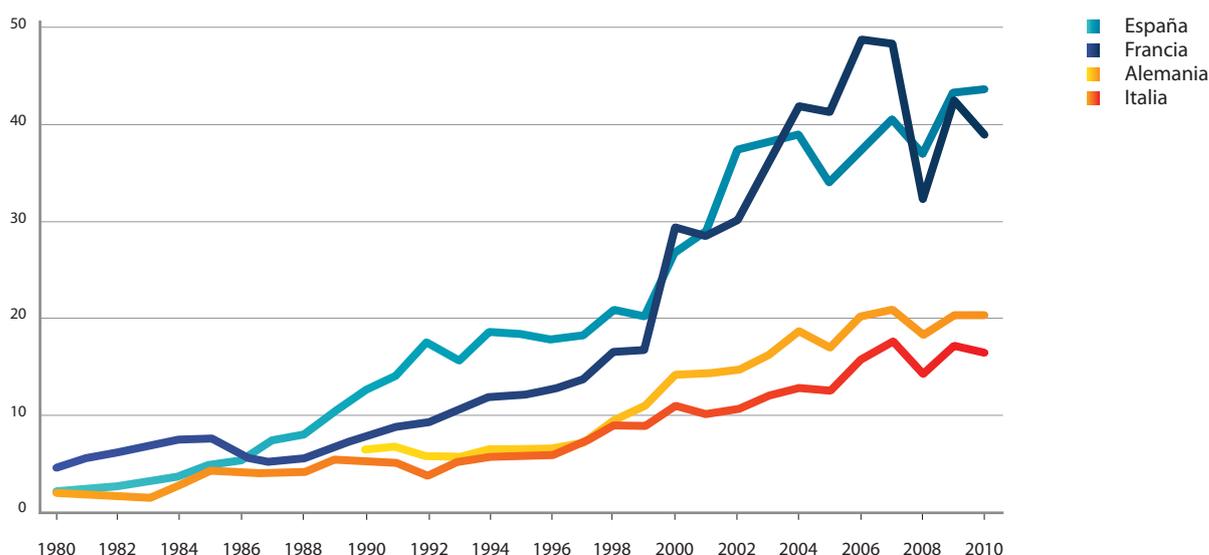
El déficit de cuenta corriente sería ampliamente financiable por los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) que en el promedio de los últimos dos años (2010 y 2011) han supuesto anualmente un 2,4% del PIB, elevándose hasta el 3% del PIB si tenemos en cuenta el promedio de los últimos diez años.

¹⁰ Consensus Forecast, marzo 2012.

IED sobrefinancia la cuenta corriente reflejo del indudable atractivo del país

La entrada de €30 millardos en 2010 y de €19 millardos en 2011 permite situar el stock de IED en el 44% del PIB en el 2011, claramente por encima de nuestros principales socios europeos (casi el triple que Italia, y más del doble que Alemania). Además, los flujos de IED en España no han dejado de fluir pese a la crisis, frente al estancamiento experimentado por Italia y Alemania, o el deterioro en Francia (ver figura 23).

Figura 23: Stock de inversión extranjera directa en el país (% PIB)



El atractivo claro de España reside no sólo en tener la 4ª población más importante en Europa sino también por ser la plataforma óptima de negocios con una de las regiones de mayor potencial en el mundo: Latinoamérica, con una población de 600 millones de personas y un claro auge de clases medias (aumento de 150 millones de personas en la última década).

Esto último también abre paso al atractivo de España como receptor de IED de las cada vez más importantes multilatinas, por considerar a España también como una plataforma óptima de entrada en el mercado europeo. Así, conforme al último ranking de la revista Forbes de las 2.000 empresas cotizadas más grandes del mundo, ya aparecen 70 empresas de Latinoamérica (33 brasileñas, 16 mexicanas, 9 chilenas, 6 colombianas, 2 argentinas, 2 peruanas, 1 venezolana y 1 panameña) que muestran deseos de expansión internacional en Europa.

Además, España es el tercer país europeo más atractivo para la ubicación de centros de I+D de empresas extranjeras¹¹. En los últimos 5 años, 1 de cada 3 proyectos de inversión recibidos han sido en sectores con alto valor tecnológico y un elevado grado de I+D+i. Solamente Reino Unido y Francia le superan en número de centros de I+D abiertos por multinacionales extranjeras desde 2003, con un peso similar al correspondiente a Irlanda. Compañías extranjeras líderes mundiales en sectores como el farmacéutico o científico (DuPont en Asturias) han elegido a España para establecer sus centros de investigación.

España sigue estando situada en el top 15 mundial por imagen de “marca” o reputación, siendo el único país europeo junto con Alemania y Suiza que coloca al menos a 2 ciudades como destino inversor preferente en Europa entre las 20 localizaciones más atractivas o como lugares más deseables para hacer negocios en el continente¹². La disponibilidad de personal cualificado, la facilidad de acceso a mercados, y la calidad de la red de transportes (interurbano e internacional) y de sus telecomunicaciones están entre los principales atractivos de nuestras ciudades para el inversor extranjero.

Seguimos siendo una referencia mundial en talento, ocupando el puesto 3º o 4º de entre los países de la Unión Monetaria Europea en captación de talento, calidad de la enseñanza obligatoria y calidad de la Universidad y Escuelas de Negocio¹³.

¹¹ "La I+D de las empresas extranjeras en España: hacia una mayor colaboración", Universidad Complutense de Madrid, 2012.

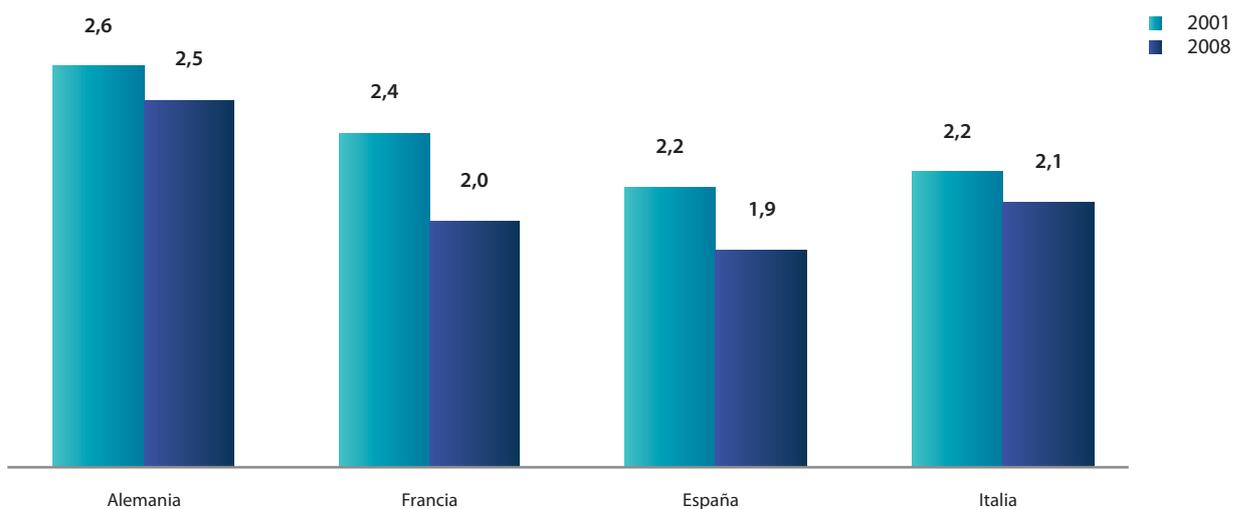
¹² "European Cities Monitor 2011", Cushman & Wakefield.

¹³ Heidrick y Struggles. "Mapping global talent. Essays and Insights", 2012.

España ocupa el cuarto lugar de entre los países de la Unión Monetaria en **conectividad**¹⁴, una de las claves para el crecimiento potencial y aumento de la productividad.

Somos el país menos desigual desde el punto de vista de desarrollo regional de entre los países europeos grandes (Alemania, Francia e Italia), habiéndose reducido en los últimos años. Si bien la convergencia regional ha sido un patrón general en Europa, ésta ha sido más intensa en España (caída del 12% en el ratio) y en Francia (caída del 15%) que en otros países comparables como Italia y Alemania (con caídas en torno al 5%).

Figura 24: Convergencia regional en Europa:
PIB per cápita región más rica/PIB per cápita región más pobre



España puntúa como 6º país de la Unión Europea en libertad económica¹⁵, estando por encima de países comparables como Francia, Italia o Bélgica.

¹⁴ Connectivity Scorecard 2011.

¹⁵ Índice de Libertad Económica 2012.

5 Hacia la senda de estabilidad presupuestaria sin excesiva penalización para el crecimiento

En 2011 el déficit para el conjunto de administraciones públicas se situó en el 8,9% del PIB, por encima del objetivo del 6%. 2/3 partes de la desviación se debe a las Comunidades Autónomas (CCAA), mientras que un 20% a la Seguridad Social. Por concepto, el 90% de la desviación se debió a la sobreestimación de ingresos.

El mayor desajuste de 2011 hace que el déficit público deba reducirse en 63.000 millones de euros (5,9pp del PIB) en dos años (hasta 2013) a lo que habría que sumarle medidas adicionales para compensar el impacto del deterioro económico sobre el déficit -se estima que estas podrían alcanzar los 21.500 millones de euros (2,0pp del PIB)-. Por lo tanto, **el total de las medidas necesarias para alcanzar el objetivo de déficit en 2013 ascendería a 84.500 millones de euros (7,9pp del PIB)**, de los cuales, en torno a **59.500 millones habría que hacerlos en 2012**.

Hasta ahora las **medidas anunciadas (66.324 millones) para 2012-13** han sido:

- Administración Central: 25.311 millones para 2012 (75% por el lado de ingresos y el resto por gastos) y 13.337 millones para 2013 (67% ingresos y 33% gastos).
- Administraciones Territoriales: 21.409 millones de ajuste para 2012 (30% ingresos y 70% vía gastos) y 6.267 millones en 2013. Esto incluiría los recortes en Sanidad y Educación.

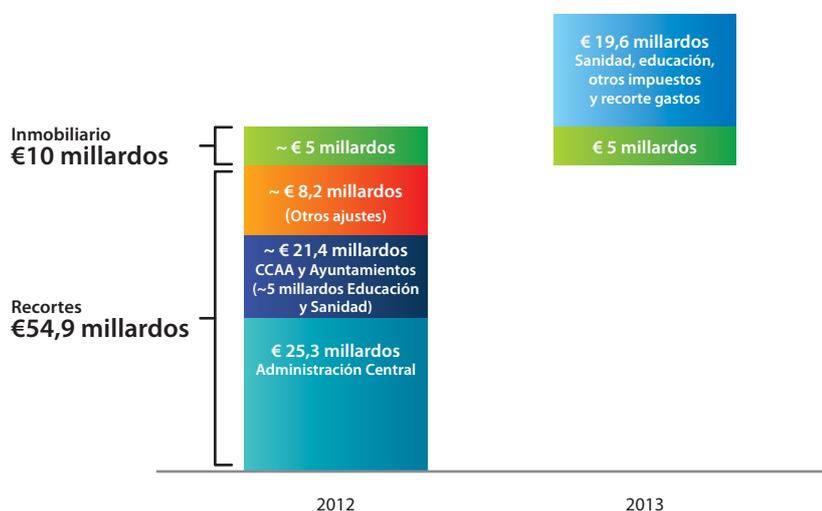
Además, existe margen para alcanzar el objetivo a través del recorte en gastos en organismos públicos (90% del total) o a través de la eliminación de exenciones fiscales (10%), con un potencial en torno a 20.000 millones.

No hay que olvidar que España tiene unos niveles de presión impositiva de los menores con relación a la de los países que se han visto inmersos en los ajustes por lo que el margen de maniobra para aumentar ingresos públicos es elevado.

Por último, el Estado podría vender activos inmobiliarios sin ningún problema por valor de €10.000 millones. En cuanto a las participaciones financieras de las empresas y otros activos adicionales el Estado todavía mantiene activos adicionales con un valor mínimo de 30.000 millones aunque el stock es superior, importe que podría reducir deuda vía recompra de bonos. Ambas opciones ya están consideradas en el Plan Nacional de Reformas¹⁶.

¹⁶ Se ha constituido una Comisión de Coordinación financiera de actuaciones inmobiliarias y patrimoniales para dirigir un plan de actuación y racionalización del patrimonio público. Los planes de actuación previstos son: i) hacer un inventario de los inmuebles del Estado (para finales de abril-12), ya sea en propiedad o alquiler, ii) Sobre los arrendamientos, renegociar a la baja estos alquileres, iii) sobre los de propiedad, plan de actuación, iv) nivel de ocupación de los edificios para la reestructuración y ahorro de costes y v) acuerdo de reestructuración y racionalización del sector público empresarial.

Figura 25: Ajuste fiscal para cumplimiento metas 2012-13 (~84 millardos €)



Las medidas anunciadas y los márgenes existentes hacen creíble el cumplimiento, si bien de manera heterogénea; mientras que el Estado lo alcanzaría de una manera holgada, las CCAA deberían de anunciar las medidas adicionales y no depender así de factores transitorios. Hay que tener en cuenta que medidas como la nueva **Ley de Estabilidad Presupuestaria** y la puesta en marcha del **plan de pago a proveedores**, refuerzan los mecanismos de control del Ejecutivo central sobre las cuentas autonómicas.

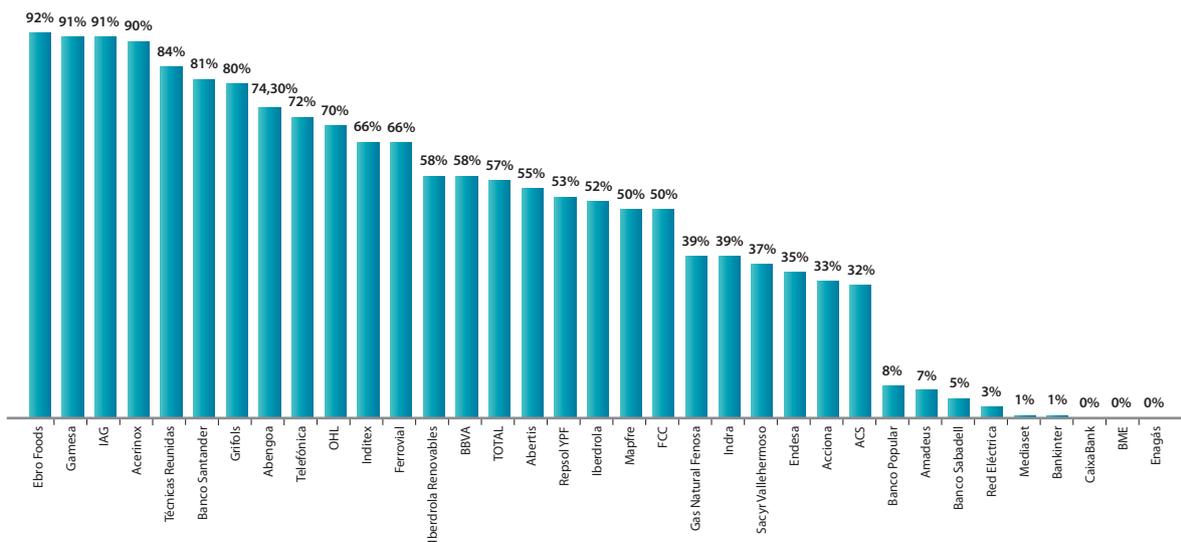
Si Europa decide transitar, en línea con el compromiso de mantener un déficit estructural pequeño (o nulo en el caso de España), hacia reducciones del déficit estructural, el margen sería mucho mayor. El **déficit estructural**, aquel que se obtiene como la diferencia entre los ingresos y los gastos estructurales **llegaría al 2% en 2012, mientras que en 2013, con un déficit total equivalente al 3% del PIB, el estructural se situaría alrededor del objetivo del 0% del PIB, adelantando en siete años la consecución de este objetivo contemplado en la Ley de Estabilidad Presupuestaria y en el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza.**

6 España cuenta con empresas altamente competitivas

Gran internacionalización de la empresa española, con filiales externas que realizan un volumen de ventas superior a 200 millardos de €

Las grandes empresas españolas han llevado a cabo un proceso de internacionalización exitoso durante los últimos años, y deben ejercer como “tractoras” de las pymes españolas, sirviendo de modelo y creando oportunidades en el exterior que puedan ser aprovechadas por las pymes. En 2011, 6 de cada 10 euros facturados por las empresas del Ibex 35 (con sede en España) fueron generados en el exterior. En total, el negocio procedente del exterior generó unos 207 millardos de € en ingresos, y en promedio, prácticamente la mitad del resultado operativo antes de intereses e impuestos de cada empresa del IBEX35 es atribuible su presencia en el exterior¹⁷. Por sectores, el industrial destaca como el más orientado al exterior, con un porcentaje de ventas en el extranjero cercano al 70%. Las empresas pertenecientes al Consejo Empresarial para la Competitividad generaron en 2010 entre el 35%-79% de su facturación fuera de España. En el gráfico siguiente puede observarse la facturación en el extranjero de todas las empresas del IBEX 35.

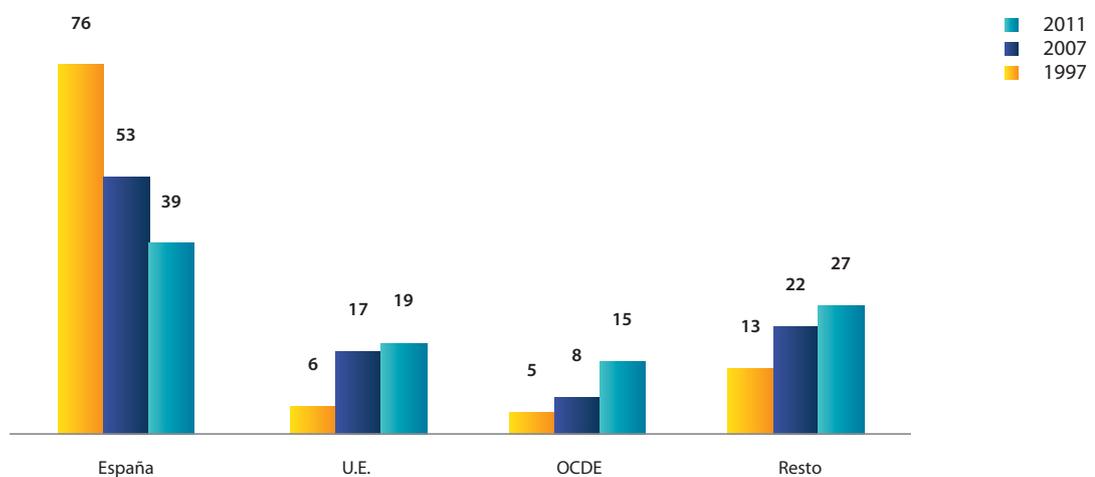
Figura 26: Facturación de las empresas del IBEX-35. % de facturación en el exterior. (Junio 2011)



17 Información suministrada por el Banco Santander, referente al año 2010.

Además, el proceso de internacionalización de las grandes empresas españolas ha tenido una creciente orientación hacia mercados emergentes (Latinoamérica y Asia), con lo que han podido aprovechar el mayor crecimiento de estas economías durante la última década.

Figura 27: Empresas del IBEX 35: % de ingresos del exterior



Fuente: CNMV.

Otro claro ejemplo de **internacionalización de la empresa española está en el franquiciado**. Así, durante el año 2011 han aumentado un 3,4% el número de empresas españolas en el exterior hasta el máximo histórico de 242 firmas. Presentes en 112 países suponen un total de casi 11.200 establecimientos, con un importante crecimiento del 9,7% respecto al número existente en 2010 y una tendencia irreversible siendo apoyada por el propio empuje empresarial y por los apoyos existentes para las participaciones en ferias externas y en misiones comerciales. Cabe esperar pues, una continuidad en el desarrollo de la franquicia española en los mercados internacionales.

Grandes empresas españolas han alcanzado posiciones de liderazgo a nivel mundial

El carácter internacional de las grandes empresas españolas les ha permitido alcanzar **posiciones de liderazgo a nivel mundial, destacando los siguientes ejemplos en sectores clave:**

- **Telefónica** es el líder de mercado en 5 países (España, Brasil, Argentina, Chile y Perú), con presencia significativa en 25 países de Latinoamérica y Europa. En total, proporciona servicios de telecomunicaciones a más de 300 millones de clientes. Además, a través de sus alianzas industriales, se alcanzan más de 700 millones de clientes, el 10% de la población mundial.
- **Banco Santander**, el mayor banco de la Zona Euro por capitalización bursátil, realizando su actividad en 10 mercados principales (Brasil, España, Reino Unido, México, Portugal, Alemania, Chile, Argentina, Polonia y Estados Unidos). **BBVA**, con presencia en más de 32 países, es el líder en España, México y Latinoamérica, contando con una fuerte posición en EEUU, Turquía y China.
- **Inditex**, líder mundial de distribución de moda, con ocho formatos comerciales y más de 5.520 establecimientos distribuidos en 82 países. Ésta, junto con **Mercadona** y **El Corte Inglés** figuran entre los 50 mayores retailers del mundo. Destacar igualmente el caso de **Mango**, la segunda empresa exportadora del sector textil español con más de 2.000 tiendas en 105 países.
- En el sector asegurador el caso de **Mapfre**, primera aseguradora en España y Latinoamérica, con presencia exterior desde el inicio de su internacionalización a mediados de los 80 en más de 44 países de los 5 continentes.
- En el ámbito de energías renovables, España se encuentra en posición de liderazgo mundial. En este ámbito, el principal referente es **Iberdrola**, líder mundial de operadores de parques eólicos por potencia instalada (primera posición del sector en EEUU, Reino Unido, España y Europa del Este) y una de las cinco compañías eléctricas más grandes del mundo con negocios en más de 40 países. **Acciona** está también en el top 10 mundial de operadores de parques eólicos por capacidad instalada, con una presencia activa en más de 30 países en los 5 continentes. En otras renovables destaca **Abengoa**, líder europeo en energía termosolar además del mayor productor europeo de bioetanol (uno de los mayores productores de Estados Unidos y Brasil, y el único en todo el mundo con instalaciones de producción en los tres continentes) y más de 80 proyectos significativos en 20 países.

- Un conjunto de 6 empresas españolas de infraestructura (**ACS, Acciona, Ferrovial, Abertis, FCC y OHL**) gestiona o construye cerca de un 40% de las principales concesiones de transportes mundiales, principalmente aeropuertos, puertos y autopistas.
- Las filiales españolas de Volkswagen, General Motors, Ford, Fiat... hacen de España el noveno productor mundial de automóviles y el segundo de Europa (primero en vehículos industriales). Empresas como Grupo Antolín sitúan a España como el primer fabricante mundial de revestimientos de automóvil.
- En el sector farmacéutico, destaca **Grifols**, líder mundial en tecnología de hemoderivados y tercer fabricante mundial de derivados sanguíneos, con una actividad destacada en Latinoamérica, Europa, Sudeste asiático, Japón, Australia y China.
- **Sol Meliá** es la primera cadena hotelera vacacional mundial, con un posicionamiento clave teniendo más del 70% de la cartera de más de 300 hoteles en destinos mundiales clave. **Barceló** viajes presente en más de 17 países e **Iberostar**, empresa turística líder a nivel nacional e internacional presente en 19 países.
- **Acerinox**, primer fabricante a nivel mundial de acero inoxidable en capacidad de producción (con 3,5 millones de toneladas de acería). El grupo está presente en más de 80 países.

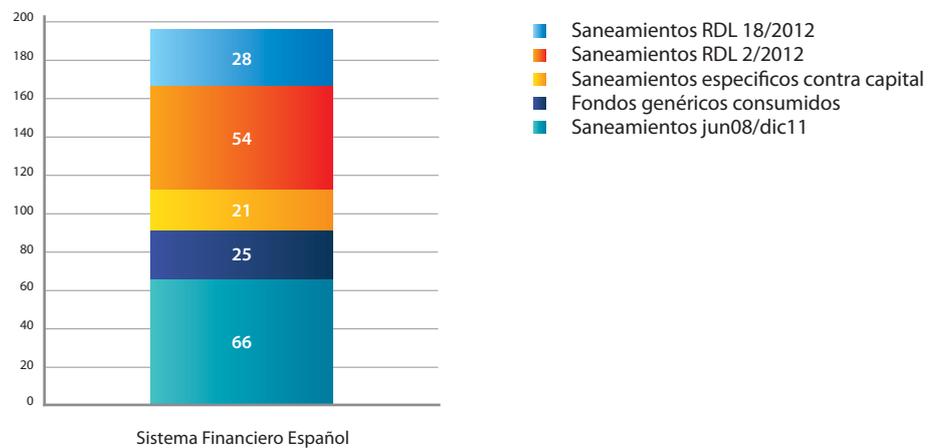
Pero la internacionalización empresarial no se limita a las grandes multinacionales. **También podemos encontrar casos de éxito de empresas de menor tamaño que han logrado ser líderes mundiales en sectores específicos** con un claro potencial de crecimiento y valor añadido como los siguientes:

- i) Alto valor añadido electrónico y biotecnológico.
- ii) Consultoría e Internet.
- iii) Ingeniería e industrial.
- iv) Moda y Restauración.
- v) Primario y tratamiento de Recursos Naturales.

7 Las pérdidas esperadas en el sector bancario están acotadas

El sector bancario ya ha realizado un esfuerzo notable en la asunción de una parte importante de los saneamientos. De hecho desde 2007 se han realizado las siguientes provisiones: 190 millardos de € incluyendo los últimos RDL de febrero 2012 y del RDL 18/2012.

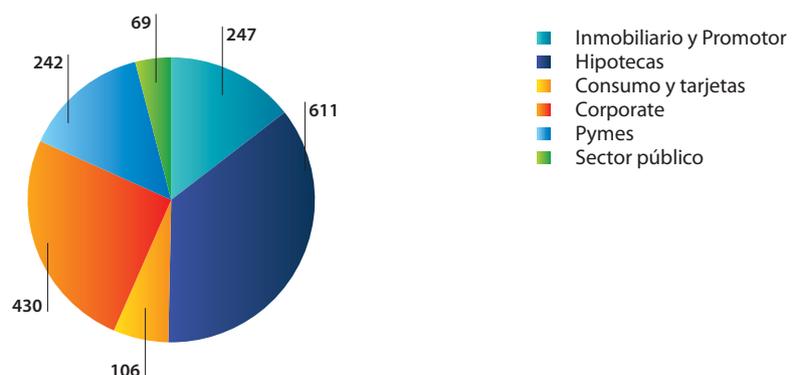
Figura 28: Provisiones del sistema financiero español desde el inicio de la crisis.
(Datos en millardos de euros)



Fuente: Banco de España.

Al margen de los saneamientos en la cartera inmobiliaria y de promotores realizados por del RD 2/2012 y del RD 18/2012, los inversores están cuestionando las pérdidas que podría tener el sector financiero en el resto de las carteras crediticias, especialmente en un ciclo económico más adverso del esperado. Sin embargo, el análisis de estas carteras, incluso en escenarios muy exigentes, implica que en todo caso las pérdidas estarían acotadas.

Figura 29: Exposición del Sistema Financiero Español (millardos de euros)

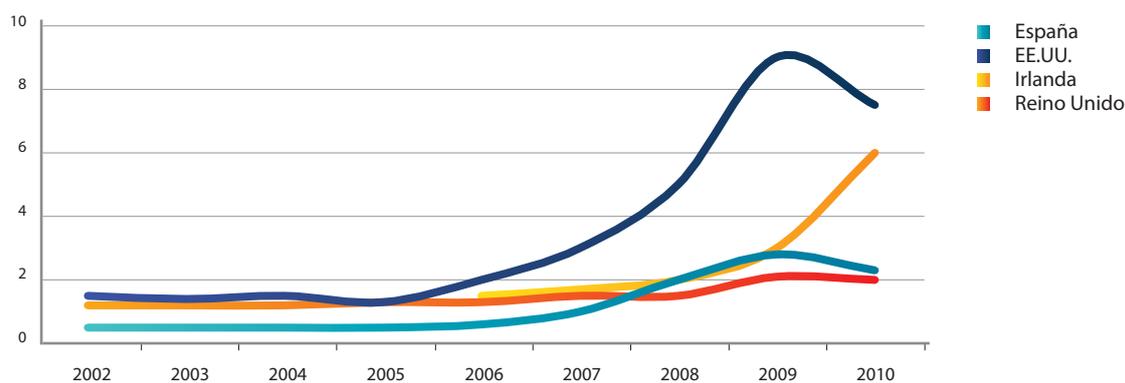


Fuente: Banco de España.

Analizando el comportamiento de las distintas carteras de crédito se observa que, en el caso de hipotecas, la tasa de mora, aunque ha ido aumentando durante la crisis, se mantiene en niveles moderados, en torno al 3%, y no se espera que tenga un repunte importante en adelante. Ello es resultado de varios elementos:

- La originación de esta cartera se ha producido con criterios de prudencia, que hacen que la calidad de la cartera hipotecaria en el sistema financiero español sea elevada, con LTV del 62% por debajo de la media europea que es actualmente del 73 %.
- El riesgo de entrada en mora de la cartera hipotecaria es máximo a 2 o 3 años desde su concesión, en el caso español, por lo que las concedidas en los años 2006 y 2007 ya lo han hecho.
- En la medida en que ha habido refinanciaciones, se ajustan a los criterios estrictos de Banco de España y en línea con las buenas prácticas de riesgos de cada entidad.
- La experiencia con refinanciaciones en las entidades ha sido bastante exitosa, con una importante tasa de cura de las entidades.
- La tasa de mora hipotecaria se encuentra en tasas lejanas de máximos registrados en otros sistemas financieros como en Irlanda o en EE.UU (ver figura 30).

Figura 30: Tasa mora hipotecaria (países seleccionados)



Fuente: FMI.

7. Las pérdidas esperadas en el sector bancario están acotadas

Por otra parte, realizando un análisis comparativo de la cartera hipotecaria del sistema financiero español se aprecian fortalezas considerables (ver figura 31).

Figura 31: Principales indicadores de la cartera hipotecaria española

		Alemania	EE.UU.	España	Francia	Italia
Crédito Vivienda	%PIB	41%	74%	64%	43%	24%
	a/a	1,2%	-1,2%	-2,0%	6,2%	4,4%
Tipo crédito vivienda	Saldo vivo	4,5%		3,1%	3,9%	3,7%
Proporción tipos variables	%	16,0%	5,0%	83,2%	35,0%	66,5%
% de vivienda en propiedad	%	46,0%	67,0%	85,0%	57,8%	72,0%
Pago de intereses deducible		No	Sí	Sí	Sí	Sí
Coste de ejecución	% préstamo	7,5%		10,0%	9,5%	
Duración de ejecución	meses	8		8	20	56
LTV medio	%	70%	79%	62%	91%	65%

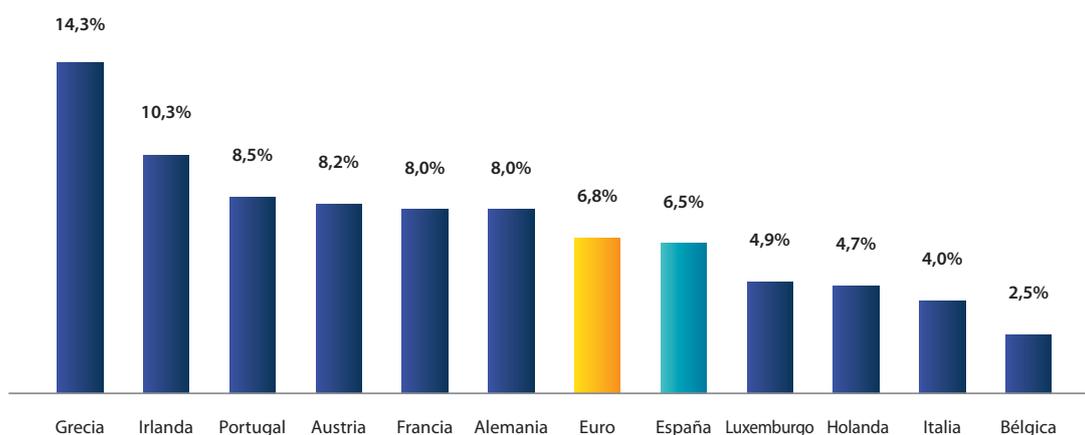
Fuente: BBVA Research.

- En primer lugar, a pesar que el crédito a la vivienda representa un porcentaje elevado en términos de PIB, su crecimiento se ha visto frenado como pone de manifiesto las tasas de variación interanual negativas.
- En segundo lugar, los tipos del crédito a la vivienda son muy bajos lo que supone que la carga financiera (Pago/Renta mensual) sea reducida. Estos bajos tipos se justifican como consecuencia de la denominación de la mayoría de las hipotecas a tipos de interés variable.
- Finalmente, el alto porcentaje de vivienda en propiedad de la economía española hace que por razones sociológicas el pago de hipoteca sea una prioridad en la economía familiar.
- Por último, aunque la riqueza de las familias caiga debido a la contracción de los precios, todavía estaría a un nivel similar a la de otros países desarrollados.

El segundo segmento en importancia es el de las empresas no inmobiliarias y promotoras. Si bien es cierto que las pérdidas esperadas podrían aumentar en la situación cíclica actual, los fundamentos del sector constituyen un importante soporte. De hecho, es importante señalar que el sector empresarial español, al margen del sector inmobiliario y promotor, no tiene un alto nivel de deuda (50% sobre el PIB en no inmobiliario), en comparación con la media europea (53%), y por tanto, no requiere de un importante despalancamiento.

Finalmente, en lo que a cartera de consumo se refiere, su volumen es limitado y su duración, muy inferior al de los otros segmentos, acotándose sustancialmente las pérdidas que pueden esperarse en este segmento.

Figura 32: Crédito al consumo con respecto al PIB



Fuente: BCE.

En estos momentos la provisión existente para las carteras no inmobiliarias y promotoras está alrededor de 20 millardos de euros, siendo la cobertura aproximada de la mora en consumo del 82% y el de empresas al 39%, ratios muy por encima de estimaciones pesimistas de pérdida esperada. Por ello, estas carteras no deberían suponer un problema en el medio plazo.

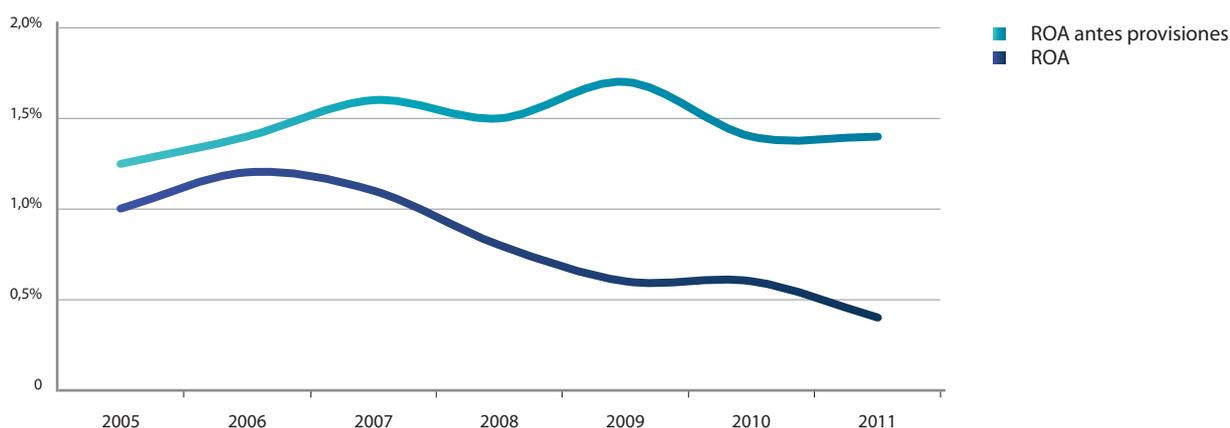
Diversos estudios realizados por analistas concluyen que las pérdidas esperadas de incluir estas tres carteras serán muy notables. Ahora bien, las hipótesis de las que parten son muy negativas. Por ejemplo, centrándonos en la cartera hipotecaria, distintos analistas calculan pérdidas esperadas entre el 1% y el 3% estimando unos saneamientos para esta cartera de entre 5 y 15 millardos de euros antes de provisiones. Sin embargo, para tener quebrantos por encima del 2% sería necesario contar con tasas de mora en el área del 8%, más del doble de la tasa actual, y la severidad debería estar en el 25%, lo que implica una caída media del precio de la vivienda superior al 50%, dado el actual LTV del 62%.

7. Las pérdidas esperadas en el sector bancario están acotadas

Por otra parte, el sector financiero español ha mostrado una fortaleza en la generación de beneficios, de modo que desde 2010 el beneficio antes de provisiones se ha situado en el área de los 30 millardos. Bajo escenarios macroeconómicos adversos, dicha cifra se podría situar en el entorno de los 27 millardos. En definitiva, en caso que se produjera un deterioro de las carteras anteriormente descritas, el sistema financiero contaría con un colchón suficiente para hacer frente a futuras pérdidas.

Además, se pueden añadir otros soportes del sector, dentro de la cuenta de resultados del sistema financiero español. En primer lugar, los márgenes de las nuevas operaciones están teniendo un mejor comportamiento teniendo un impacto positivo en los spreads medios. En segundo lugar, las provisiones requeridas son medidas *one-off* por lo que no tendrá impacto negativo en el futuro. En tercer lugar, el modelo de banca comercial orientado al cliente ha demostrado una alta capacidad de resistencia en su generación de beneficio operativo (antes de provisiones). Y, finalmente los esfuerzos en el ajuste de la capacidad tendrán efectos positivos a medio plazo.

Figura 33: ROA antes y después de provisiones

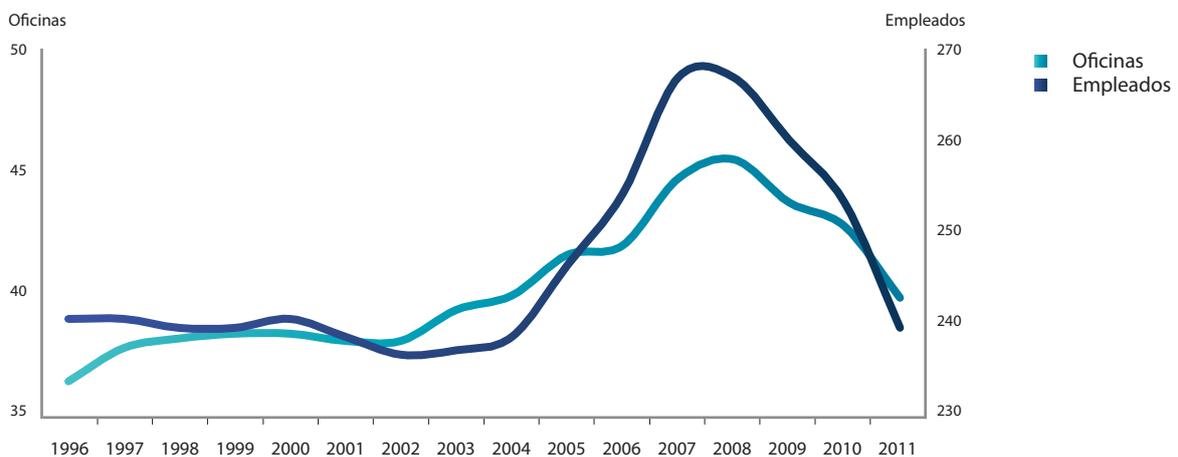


Fuente: BCE.

Desde el comienzo de la crisis económica, las autoridades españolas han realizado esfuerzos notables en el ajuste del sistema bancario español. Así, **el número de entidades del sistema financiero español ha pasado de 50 antes de la crisis a 14 en la actualidad**, teniendo en cuenta las 2 entidades subastadas (Unnim y CAM), las 3 entidades bajo tutela del FROB (Banco de Valencia, Caixa Catalunya y NovaGaliciaBanco) y los procesos de adquisición de Banca Cívica (por La Caixa), de Unnim (por BBVA) y de Ceiss (por Unicaja). Adicionalmente, las Cajas de Ahorro existentes han asimilado su estatus a banca comercial. Se estima que para finales de este año se haya por tanto ajustado en torno al 15% del sistema bancario y un volumen de activos equivalente al 50% del PIB.

Por otro lado, se ha avanzado notablemente en la racionalización del sistema con una reducción notable del número de oficinas así como de empleados en torno al 12%. En definitiva, se están dando pasos firmes para una reforma en profundidad del sistema bancario nacional.

Figura 34: Número de empleados y de oficinas en el sistema financiero español (miles)



Fuente: Banco de España.

El saneamiento del sistema financiero no tendrá un impacto significativo en el stock de deuda pública

El Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero y el DL 18/2012 de 12 de mayo, de saneamiento del sector financiero suponen un avance importante para configurar un sistema financiero más concentrado, eficiente, bien gestionado, sostenible en resultados y financiable en los mercados de capitales.

Una vez aplicado el segundo Real Decreto-ley 18/2012, **el sector habrá acumulado provisiones y saneamientos por valor de aprox. 200 millardos de € desde el inicio de la crisis.**

- Esto significa una cobertura del total de la exposición inmobiliaria de aprox. 45% (54% de los activos problemáticos y 30% de los “normales”).
- Implica unas provisiones equivalentes al 4-5% para el total de la cartera, que consideramos razonables (2/3 concentrada en créditos a grandes empresas e hipotecas residenciales, que se están comportando bien, y otro 10% en crédito consumo, que pasó su peor momento en 2009-2011, dada la corta duración de la cartera).
- La cifra total se acerca al 20% del PIB, y es equivalente al 13-14% de la cartera de créditos al sector privado de bancos nacionales (1,5 billones de €). Se trata de un nivel razonable, comparado con el de otras experiencias internacionales.
- Esta estimación de pérdidas se encuentra en línea con el “base case” de los analistas de mercado.
- **Por lo tanto, tenemos argumentos sólidos que nos permiten justificar que nos encontramos cerca del final de la absorción de pérdidas derivadas de la crisis.**

Este nivel de provisiones puede ser absorbido por el sector financiero con un coste muy limitado para el sector público:

- El sector ha realizado ya provisiones y saneamientos en torno a 120 millardos de €.
- El sistema puede absorber 30 millardos de € contra su propia generación de capital, incluyendo la cuenta de resultados de los próximos dos años (beneficio antes de provisiones estimado para cada uno de los próximos dos años: 25-30 millardos de €). Hay que tener en cuenta que las entidades diversificadas, con unidades de negocio significativas en el exterior, junto con los

bancos extranjeros que operan en España (y que, por lo tanto, pueden recurrir a su generación de beneficios y capital más allá del negocio doméstico), concentran un tercio de la cartera de créditos del sistema.

- **El Fondo de Garantía de Depósitos puede absorber cerca de 30 millardos de €** (8 millardos existentes + 20 millardos de € adicionales contra las contribuciones del sector de los próximos 8-10 años). Aunque, a corto plazo, hay quien pueda considerar que este coste adicional es deuda pública (dado el decalaje entre el reconocimiento de las pérdidas y las contribuciones del sistema), a medio plazo será el propio sistema financiero quien asuma los costes. Dada la estabilidad del beneficio antes de provisiones del sistema, incluso en un entorno de crisis y de tipos bajos, entendemos que no existe un riesgo apreciable de que el sistema financiero no pueda asumir el coste de las contribuciones al FGD.
- **El coste bruto para el sector público (excluyendo el FGD) no representa un impacto relevante en el stock total de deuda pública.**

Ahora bien, es importante que la implementación del proceso de reestructuración se realice de forma adecuada. Para ello, se debería seguir los siguientes puntos:

- Evaluar rigurosamente los planes de capital que han presentado las entidades al Banco de España. Actuar con rapidez sobre aquellas no solventes, para despejar cuanto antes las incertidumbres existentes. En esta línea se ha producido la reciente entrada de capital por parte del estado en el accionariado de BANKIA.
- Se deben dar incentivos para que sólo se aprueben las fusiones que tengan sentido de acuerdo a criterios económicos, y no políticos o de otro tipo.
- Identificar las entidades con problemas de solvencia para darles una solución definitiva a lo que contribuirá el análisis del sector por empresas especializadas independientes en conjunción con el Banco de España.
- Iniciar de forma inmediata un proceso de subasta para las inviables que esté bien diseñado: i) Pre-cualificación de compradores (en base a su solvencia, tamaño, capacidad de gestión, experiencia en integraciones), ii) Subasta simultánea para permitir ofertas combinadas o priorizadas, iii) precio ofertado como único criterio cuantitativo de adjudicación y iv) esquemas de protección ante pérdidas potenciales.
- El proceso de ajuste de la sobrecapacidad debe acelerarse. Hasta la fecha, el número de oficinas se ha reducido en un 12% desde 2009 hasta 2011 y los

empleados sector disminuyeron en un 10%. Además desde el comienzo de la crisis se ha reducido notablemente el número de cajas de ahorro y, se espera, que con la materialización del RD 2/2012 esta consolidación se agudice.

- Una reestructuración transparente es fundamental para sentar las bases para que vuelva a fluir el crédito a las actividades productivas, atendiendo a la demanda solvente.

Un nuevo paso en la reforma financiera que disipa las dudas sobre el saneamiento de la cartera inmobiliaria: el Real Decreto 18/2012

El Gobierno dio un nuevo paso en la reforma del sistema financiero español en mayo, con un doble objetivo: i) completar el saneamiento de la cartera inmobiliaria y ii) fomentar la transparencia en el sector.

El primer elemento del Real Decreto 18/2012, se centra en **el saneamiento y la venta de los activos inmobiliarios lo que supone culminar el saneamiento de la cartera inmobiliaria** mediante la incorporación de dos elementos:

1. Exigiendo provisiones adicionales a las contempladas en el real decreto 2/2012:
 - Las provisiones genéricas para el conjunto del sector financiero se elevan en 28 millardos de euros, que se dotarán antes de fin de 2012.
 - Con ello, las provisiones totales de la cartera inmobiliaria (problemática y no problemática) se situarán en dic-12 en los 137 millardos de euros, frente a los 55 mil de dic-11 y versus una exposición total de 307 millardos (ver figura 35).
 - El nivel de cobertura de la cartera inmobiliaria alcanzará el 45% del total frente al 18% de dic-11.
 - **Este volumen de saneamientos es más que suficiente lo que disipa cualquier duda sobre la misma. Incluso, se genera una potencial sobre-dotación** que reconoce el propio real decreto al dejar abierta la posibilidad de usar estas provisiones para otros fines si no han sido utilizadas antes de fin de 2013.
 - **Los plazos de ejecución son rápidos, en un mes se presentará un plan por entidades, y las nuevas dotaciones deben realizarse antes de fin de 2012.** Si se produce un déficit de recursos propios o de capital principal, las

entidades podrán solicitar del FROB la inyección de capital bien en forma de acciones ordinarias o de capital contingente (en sus siglas en inglés CoCo's). En este último caso, las entidades deberán pagar el doble del coste de financiación del Estado a cinco años.

- En cuanto a la cartera "normal" el nivel de provisión genérica aplicado (30%) permite absorber un potencial deterioro futuro de la misma.

Figura 35: Resumen de exposición y saneamientos en la cartera inmobiliaria ligas al crédito promotor en el sistema financiero español

Millardos de euros	Exposición	Saneamientos			
		Total	dic-11	Medidas feb-12 RDL 2/2012	Medidas may-12 RDL 18/2012
Total cartera	307	137	54	54	28
Problemática	184	100	54	45	
No problemática	123	37		9	28
En porcentaje de la exposición total					
Total cartera		45%	18%	17%	10%
Problemática		54%	29%	25%	
No problemática		30%		7%	23%

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, mayo 2012.

2. Estableciendo, con carácter obligatorio, la creación de **sociedades para la gestión de los activos inmobiliarios adjudicados** que serán transferidos por el valor razonable o al valor en libros descontando todas las provisiones realizadas. Estas sociedades permitirán:

- Separar la gestión de estos activos de la actividad de crédito de las entidades.
- Aumentar la transparencia del sector.
- Abren la posibilidad de incentivar la atracción de capital extranjero, especialmente a inversores especializados en la gestión de este tipo de activos.

El segundo elemento de la reforma es la introducción de dos evaluadores independientes de toda la cartera crediticia de las entidades, que trabajarán en estrecha colaboración con el Banco de España. Este es un elemento crucial para recuperar la confianza de los inversores.

En definitiva, la reforma aprobada en mayo supone un **paso decisivo** en la recuperación de la confianza sobre el sector financiero español y **elimina completamente las dudas que pudiera haber sobre la necesidad de provisiones de la cartera inmobiliaria.**

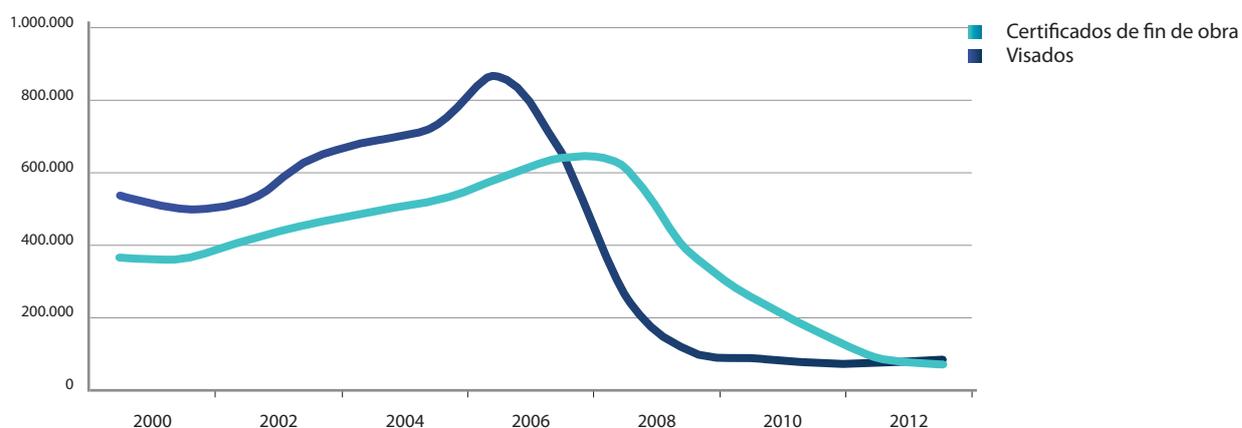
8 Sector inmobiliario español: sobreoferta se reabsorbe en 3-4 años

El ajuste de actividad inmobiliaria en flujos está prácticamente finalizado

Se prevé que durante los próximos dos años el sector inmobiliario apenas reste tan sólo 0,3 y 0,1 puntos al crecimiento económico, frente a una contribución negativa de 1,2pp en promedio durante los últimos 4 años.

En términos de oferta, en el último año se han producido unas 60 mil viviendas, mínimo en la historia reciente, y un 89% inferior al promedio anual entre 2000 y 2007. Este nivel está lejos de la producción de viviendas que requiere la economía en el medio plazo: entre los 150 y los 250 mil al año¹⁸, según el rango de estimaciones de formación de hogares para la próxima década.

Figura 36: España: Visados de vivienda y viviendas terminadas (unidades)



Fuente: Ministerio de Fomento, abril 2012.

Peso de la inversión residencial en el PIB se ha reducido a la mitad en los últimos 5 años, pasando del 12,5% en 2006 al 6,6% en 2011, ya en cotas inferiores a su promedio histórico y en línea con Europa.

La corrección vía demanda apunta a una caída en el número de compraventas superior al 60% respecto de los niveles de 2006, con 347.000 viviendas vendidas en 2011, aunque sigue situándose en línea con el promedio pre-boom.

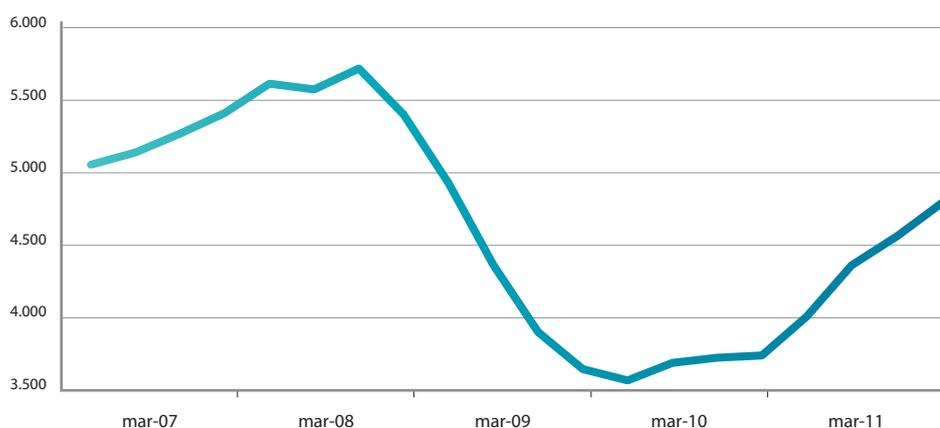
¹⁸ Es importante tener en cuenta que la crisis económica sitúa la formación de hogares por debajo de las tendencias demográficas (en la actualidad el ritmo de formación neta es de 140 mil), pero que estas se recuperan al mejorar en entorno.

A pesar del deterioro en las condiciones financieras de acceso al crédito, la **accesibilidad de los hogares** (según el indicador de esfuerzo teórico del Banco de España que mide qué representa el pago de la cuota hipotecaria de un nuevo préstamo con respecto a la renta familiar), **ha mejorado desde los máximos de 2008 en más de 15pp situándose en la actualidad en línea con el promedio histórico**. Entre los factores que han favorecido esta mejora se encuentra el ajuste de precios, las medidas fiscales de estímulo a la demanda como la reinstauración de la deducción de vivienda, impulsos puntuales como la reducción del IVA en la compra de viviendas al 4% y por supuesto la reducción de los tipos de interés. Asimismo, es de esperar que las medidas adoptadas en el RDL 18/2012 entre las que se encuentra un 50% de exención en las plusvalías por venta de activos inmobiliarios en 2012 impulsen este proceso.

Las nuevas normas del RDL 18/2012 que **estimulan el alquiler de viviendas** también tienen que contribuir a dinamizar el mercado inmobiliario.

Creciente peso de la demanda extranjera de vivienda: en 2011, la inversión extranjera en vivienda alcanzó €4.747 millones (unas 50.000 viviendas al año), un 32% por encima del mínimo observado en marzo de 2010.

Figura 37: Inversión extranjera en vivienda (millones de euros)

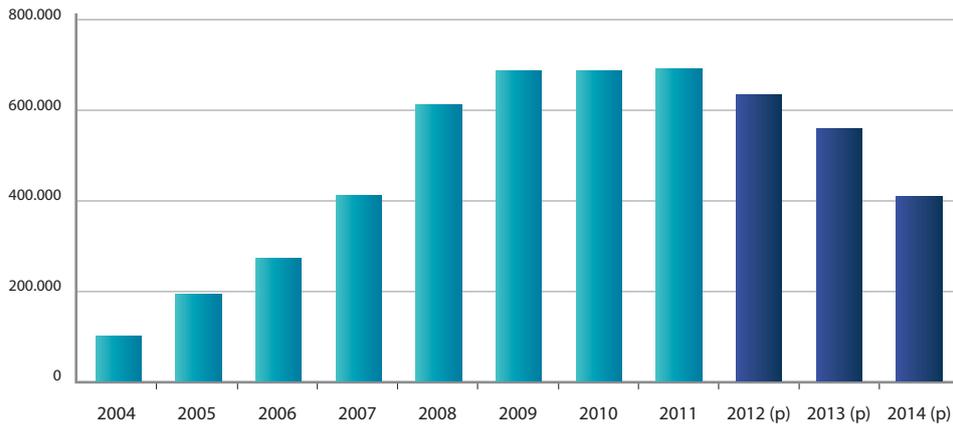


Stock de vivienda en descenso

El **stock de vivienda** nueva se sitúa a finales de 2011 **en torno a las 680 mil unidades**, habiendo permanecido estable en los últimos 3 años, (la reducción en las viviendas terminadas se ha visto acompañado por una reducción en el número de transacciones).

Se espera que la sobreoferta **de viviendas finalice en los próximos 3-4 años** hasta alcanzar un nivel de stock de equilibrio, estimado entre 200 y 250 mil viviendas nuevas.

Figura 38: España: Stock de vivienda nueva en venta (unidades)



Fuente: Ministerio de Vivienda y SESAN, marzo 2012.

Pendiente sólo un 10% de caída para completar el ajuste en precios

El **precio de la vivienda se ha ajustado en promedio un 22%**¹⁹ (27% en términos reales) entre el primer trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2012, situándose ya en niveles de 2003. Prácticamente se ha corregido el desequilibrio en precios que le asignaban una serie de estudios académicos²⁰.

¹⁹ Cifra referida a los datos de Ministerio de Economía ya que entidades privadas como Tinsa cifran el ajuste en torno al 30% o BBVA que lo sitúa en el 33%.

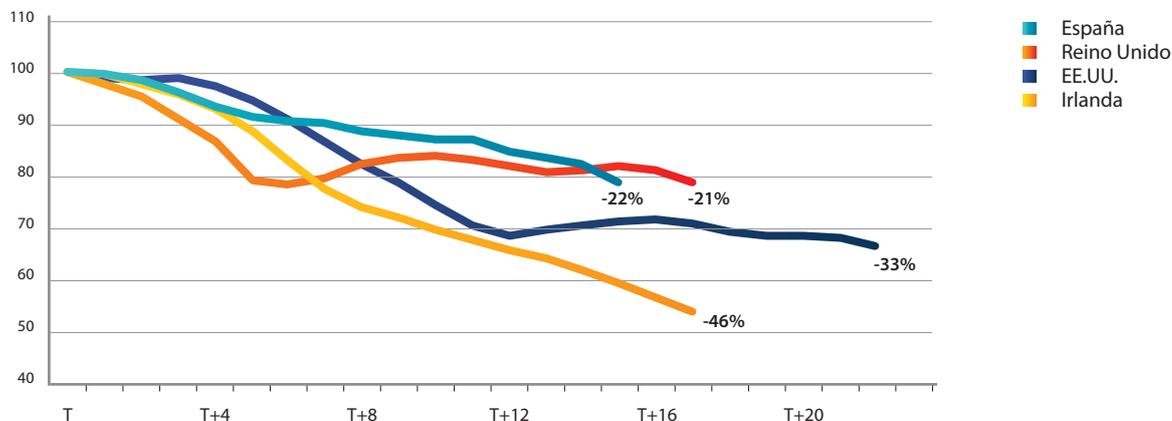
²⁰ Véase compendio de estimaciones en el IMF Country Report No. 11/216. Spain: Selected Issues.

Elevada dispersión regional en el ajuste en precios, con caídas nominales entorno al 40% en la zona de la costa mediterránea, frente a correcciones más moderadas en otras regiones (14% en Asturias, Extremadura o País Vasco).

En 2012, se espera un ajuste adicional cercano al 10% aunque no cabe esperar que las correcciones vayan mucho más allá, si se tiene en cuenta que:

- El ajuste de España está siendo similar en intensidad y tiempo de ajuste, comparando con correcciones históricas de los precios de la vivienda en España en las anteriores crisis inmobiliarias.
- El ajuste también es similar a correcciones en precios de la vivienda en otras economías que han experimentado un boom inmobiliario similar (Reino Unido).

Figura 39: Evolución precios vivienda (pico=100)



Por otro lado, todavía están vigentes gran parte de las razones que justifican que los precios de la vivienda tengan que ser en la actualidad más elevados que en otras economías:

- a. Caída estructural de los tipos de interés.
- b. Desarrollo del mercado hipotecario.
- c. Aumento de la renta de las familias.

Sistema financiero capaz de resistir caídas próximas al 50% en precios de la vivienda, gracias a elevadas provisiones

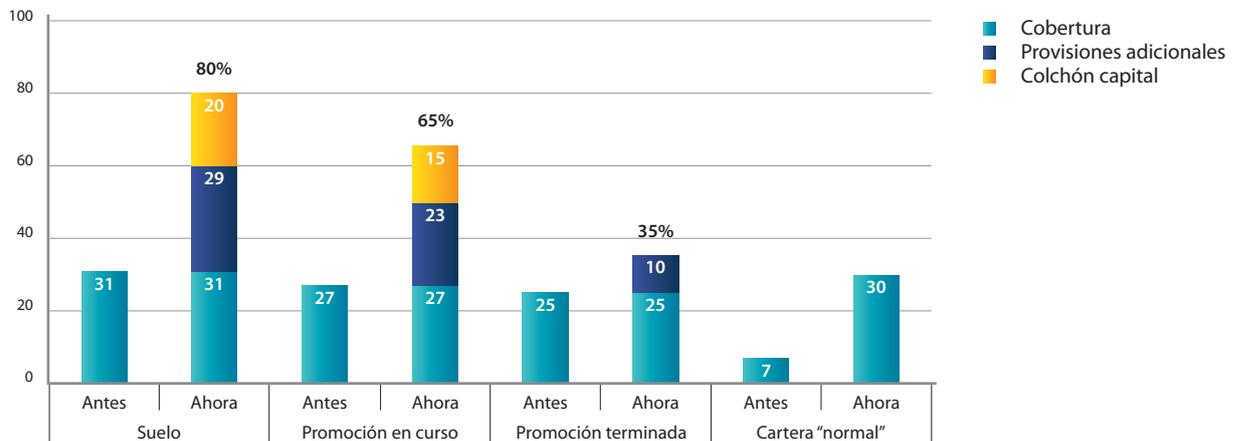
La exposición del sector bancario al sector inmobiliario-promotor es de 300 millardos de euros.

La caída en la demanda señalada anteriormente ha tenido un impacto notable en la calidad de la cartera de crédito a la promoción. Un 58% de la exposición (€175 millardos) se encuentra clasificado como moroso o subestándar o ha sido adquirida la garantía.

Tras los últimos reales decretos de reforma del sistema financiero, los requerimientos de provisiones han aumentado hasta el 80% para el suelo, hasta el 65% para las promociones en curso y hasta el 35% para las promociones terminadas y clasificadas como problemáticas, y se ha creado un colchón del 30% para la cartera actualmente clasificada como normal. Esto implica:

- **Elevar la cobertura actual de la exposición inmobiliaria desde los 104 millardos millones actuales hasta los 137 millardos**, lo que significa que la cobertura de la cartera de crédito a inmobiliarias-promotores va a alcanzar un 45% a finales de este año.
- Las entidades ya están presentando sus planes para alcanzar este nivel de cobertura a finales de año al Banco de España que incluyen el uso de parte de la genérica previamente constituida, el cargo contra beneficios y contra patrimonio neto en el caso de las integradas hasta añadir la parte correspondiente de provisiones.

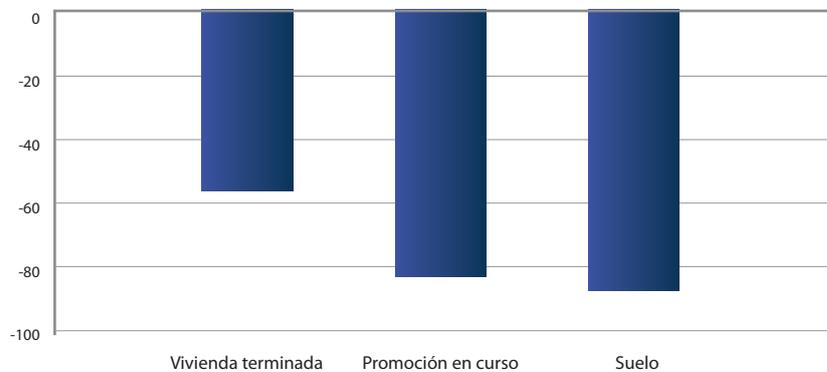
Figura 40: Provisiones adicionales y colchón de capital (% cobertura)



Fuente: Mineco, abril 2012.

De acuerdo a los cálculos del Banco de España y teniendo en cuenta la relación préstamo-valor promedio de la cartera de los bancos, con las provisiones actuales de los activos problemáticos, las **entidades podrían soportar caídas en los precios de la vivienda del entorno del 53%, de la vivienda en construcción del 82% y del suelo del 87%**, un escenario muy extremo teniendo en cuenta todos los factores previamente comentados.

Figura 41: Caídas de precio compatibles con los nuevos ratios de cobertura y la relación préstamo valor de la cartera de préstamos problemáticos



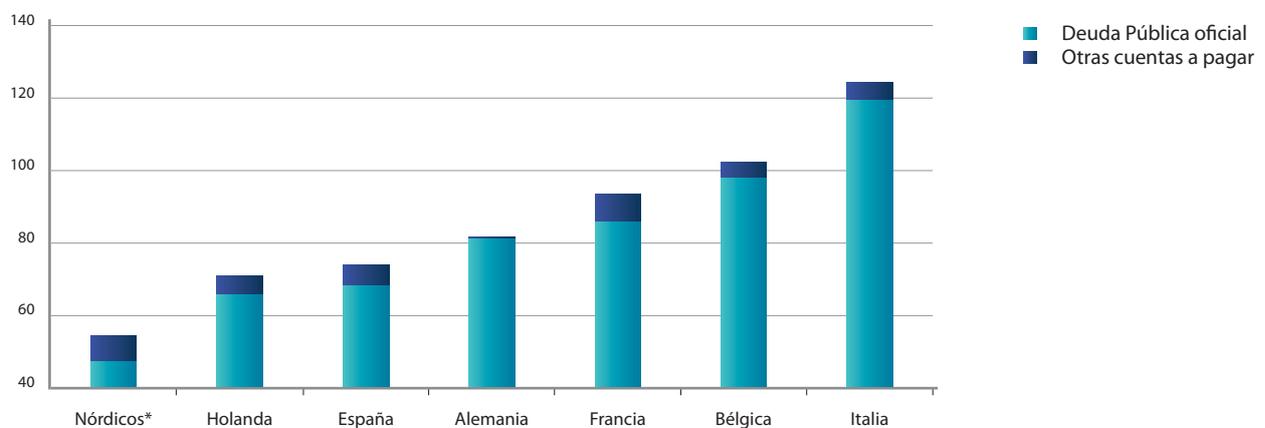
Fuente: Banco de España, abril 2012.

9 España, sobrepenalizada por los mercados de deuda pública

España mantiene el menor ratio Deuda Pública/PIB (68,5% PIB), vs. por encima del 80% en los otros tres países, teniendo el mayor compromiso de ajuste fiscal de entre todos.

- La cifra oficial de deuda pública del 68,5% responde a la definición de deuda pública empleada por la Comisión Europea, y por tanto, es un nivel comparable con las cifras del resto de países europeos.
- Facturas no pagadas y deuda de empresas públicas no se incluyen en ratios de deuda considerados por Bruselas. No obstante, si considerásemos el resto de cuentas pagables (se incluyen las facturas pendientes de pago a proveedores) dentro del concepto de deuda pública, ésta aumentaría hasta el 75%. Ahora bien, en este caso al incluirlas en el resto de países (ver gráfico inferior) la deuda española seguiría siendo inferior a la mayoría de ellos.

Figura 42: Comparación internacional: deuda pública “ampliada”



* Nórdicos: promedio Finlandia y Dinamarca.
Fuente: Banco de España y FMI.

La actual prima de España en torno a 400 puntos básicos²¹ no se justificaría ni por tamaño, ni por composición de la deuda, ni por déficit, ni por crecimiento potencial²².

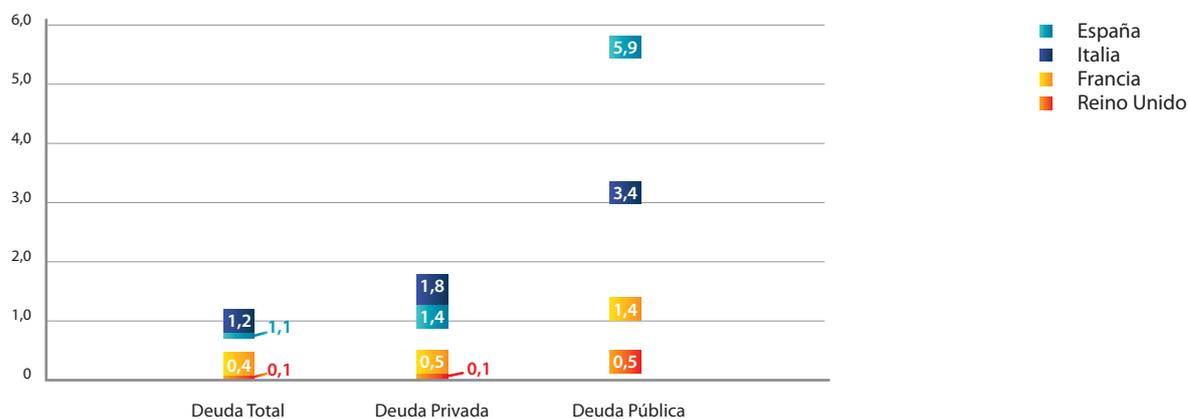
²¹ Datos del 5 de abril de 2012.

²² Definido como el crecimiento esperado en el largo plazo para cada una de las economías por el FMI en el WEO de sep-11.

En el gráfico siguiente se muestra el ratio entre la prima de riesgo y la deuda total, la deuda privada y deuda pública (expresadas como % del PIB) de España junto al de países comparables como el Reino Unido, Francia e Italia. Conforme a esta medida, la prima de riesgo actual está sobrepenalizando a España entre 3 y cuatro veces más que a Francia y más de 10 veces que al Reino Unido.

- Cada punto de deuda total supone 0,1pbs de prima de riesgo para el Reino Unido y 0,4pbs para Francia, mientras que en España el ratio es de 1,1pbs.
- En la deuda pública es donde España aparece más penalizada frente al resto: cada punto de deuda pública supone 0,5 puntos de prima de riesgo para Reino Unido y 1,4pbs para Francia, mientras que en España este ratio alcanza niveles próximos al 6.
- Cada punto de deuda privada en el Reino Unido y en Francia supone 0,1 y 0,5pbs de prima, respectivamente, (similar a la deuda total), mientras que en España el ratio aumenta hasta los 1,8pbs.

Figura 43: Prima de riesgo/deuda (% PIB): mercados sobrepenalizan a Italia y España vs. Francia y Reino Unido



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de McKinsey Global Institute.

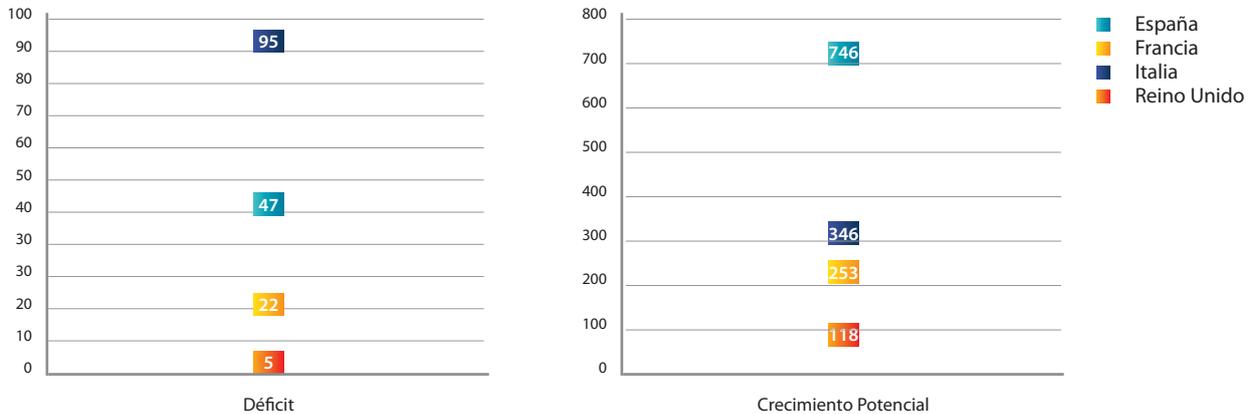
9. España, sobrepenalizada por los mercados de deuda pública

Por otro lado (figura 44), cada punto de déficit fiscal supone tan sólo 5pbs de prima de riesgo para el Reino Unido, y 22pbs de prima para Francia. En el caso español el ratio se cuadruplica frente a Francia.

Con el crecimiento potencial ocurre algo similar: España está penalizada 3 veces más que Francia, y 6 veces más que el Reino Unido.

Figura 44: Prima de riesgo vs. déficit público

Prima de riesgo vs. PIB potencial: ratios*

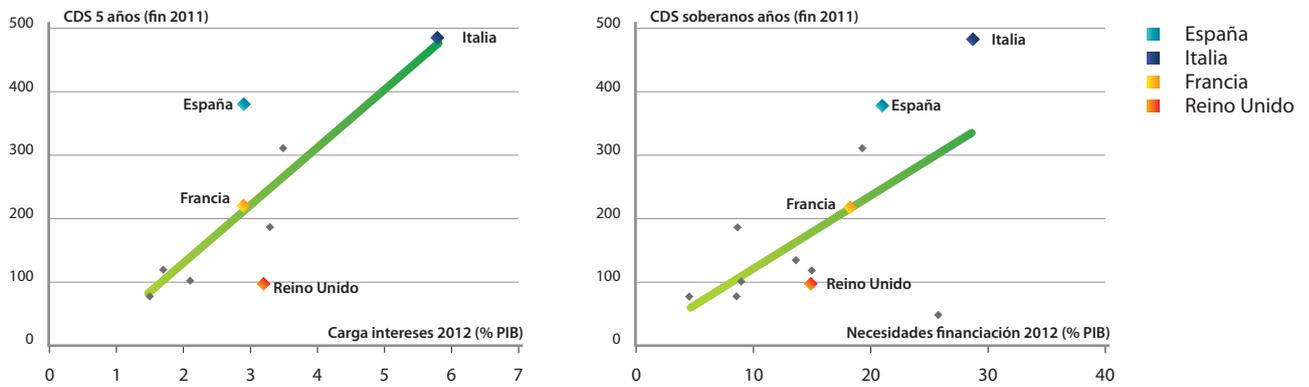


* Para el déficit público se grafica el ratio Prima de riesgo/Déficit Público (% del PIB), y en el caso del crecimiento potencial se grafica el ratio Prima de Riesgo/inversa del crecimiento potencial, para reflejar la relación inversa que hay entre las dos variables.

Fuente: FMI.

La prima de riesgo también está penalizando en exceso a España si atendemos a variables como las necesidades de financiación o la carga de intereses en la deuda. En los gráficos siguientes se observa la relación existente entre estas dos variables y la prima de riesgo para un conjunto de países comparables. En ambos casos se puede observar cómo la prima de riesgo de España es sustancialmente superior a la que debiera inferirse de una comparación internacional, en cambio el Reino Unido goza de una posición más favorable a la que le correspondería según sus parámetros fiscales.

Figura 45: CDS España, Francia, Italia y Reino Unido

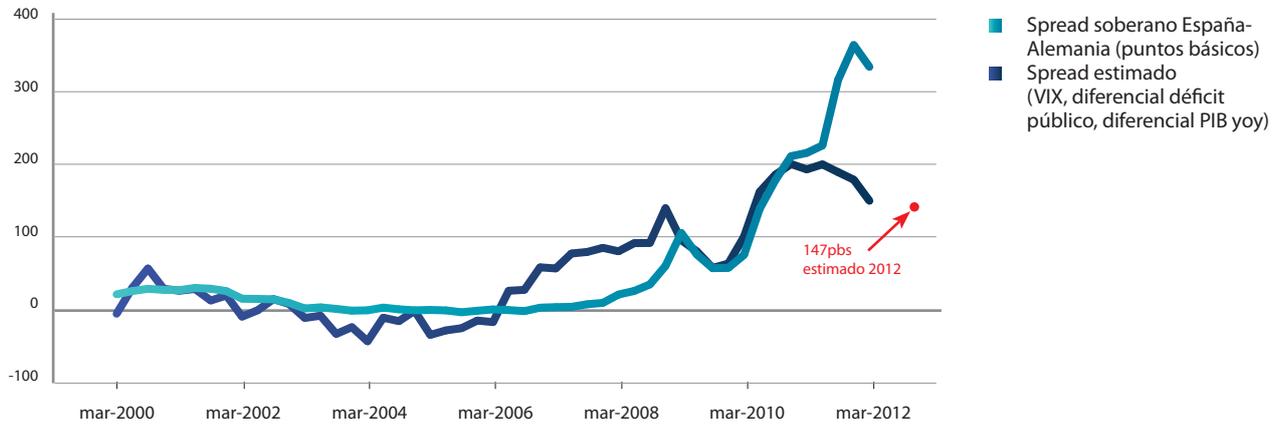


La prima de riesgo de España respecto a Alemania debería estar en torno a 150pbs, de seguir el patrón que lo ha relacionado históricamente con la posición fiscal relativa, el diferencial de crecimiento y, y la volatilidad de los mercados bursátiles (medida por el índice VIX).

Para el conjunto de 2012, la mejora de la posición fiscal relativa de España vs. Alemania en torno a 3 puntos de PIB, compensaría el ligero deterioro relativo del ciclo entre España vs. Alemania (diferencial de PIB España- Alemania se amplía desde los 1,7pp en 1T12 hasta los 2pp)²³, para mantener estable el diferencial razonable. En cambio la prima real duplica la explicable.

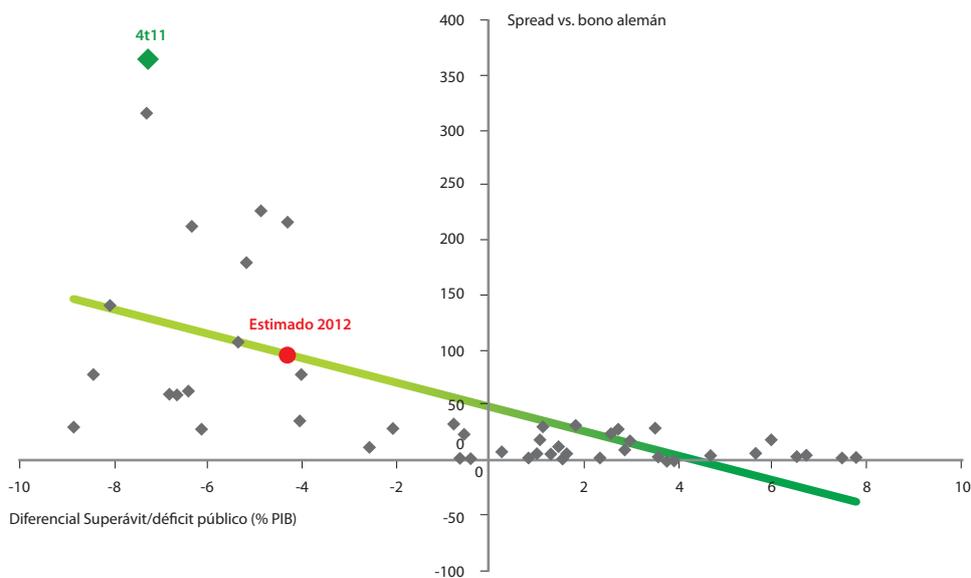
²³ Suponemos que el indicador de riesgo global VIX se mantiene en los niveles promedio del 1T12, 18,2 puntos, menos de una desviación típica por debajo de su promedio histórico (22 puntos).

Figura 46: Spread soberano España-Alemania y Spread estimado



El siguiente gráfico muestra la desviación entre la prima cotizada en el mercado y el diferencial de déficit público²⁴, que sólo justifica un spread soberano de 129pbs hoy, reduciéndose hasta los 96 puntos básicos a lo largo de 2012.

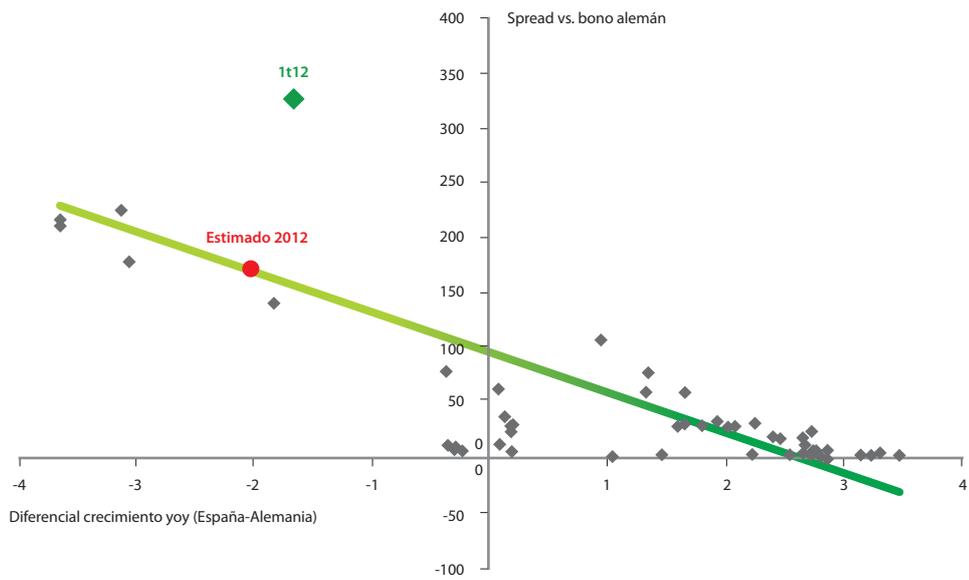
Figura 47: Diferencial superávit/déficit público & spread vs. bono alemán (4T11)



²⁴ Diferencia = superávit (+) /déficit (-) de España- superávit (+) /déficit (-) de Alemania. Expresados ambos como % del PIB.

Por otra parte, atendiendo al diferencial de crecimiento del PIB con Alemania, el spread teórico sería de 147pbs en el 1T12 y de 157pbs en 2012.

Figura 48: Diferencial superávit/déficit público & spread vs. bono alemán (1T12)





Consejo Empresarial
para la
Competitividad

Pl. Independencia, 8 - 4º
28001 MADRID - España