

España: panorama tras el cataclismo. Hacia una economía más equilibrada y sostenible

Octubre de 2010

UBS Wealth Management Research



Documento de análisis que recoge opiniones y previsiones de UBS Wealth Management Research

Los gráficos se presentan a efectos meramente informativos

Por favor, consultar las consideraciones legales que aparecen al final del documento

Índice

Sección 1	Contexto económico global	4
Sección 2	España: endeudamiento público	12
Sección 3	España: endeudamiento privado	21
Sección 4	España: mercado inmobiliario	33
Sección 5	España: sector financiero	42
Sección 6	España: coyuntura económica 2010-2012	50
Sección 7	España: las reformas estructurales pendientes	63
	Conclusiones	71

El presente documento elaborado por UBS Wealth Management Research tiene como objeto comentar las perspectivas económicas y financieras globales y de España y muestra estimaciones y previsiones de UBS WMR y UBS IB

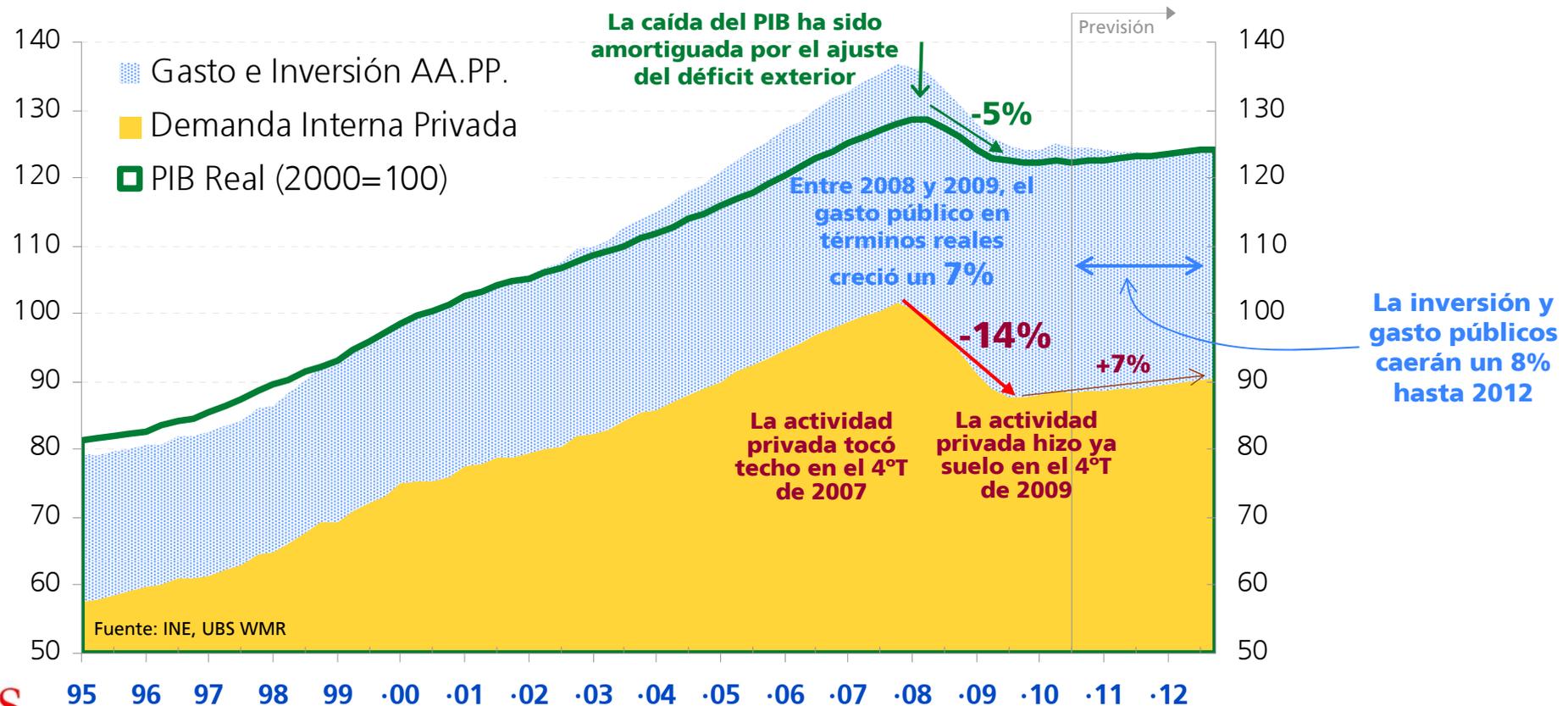
Los gráficos se presentan a efectos meramente informativos

Por favor, consultar las consideraciones legales que aparecen al final del documento

Introducción: panorama tras el cataclismo

Pasado el peor momento del desplome de la demanda interna privada, llega el ajuste del sector público en España

- ◆ La actividad privada se desplomó un 14% en dos años, pero comienza a recuperarse apoyada en el consumo familiar y la estabilización de la vivienda
- ◆ El ajuste presupuestario va a causar un recorte pronunciado de la inversión y gasto públicos, que lastrarán significativamente la salida de la crisis
- ◆ Se frena la reducción del déficit exterior, que aminora su aportación al PIB



Introducción: panorama tras el cataclismo

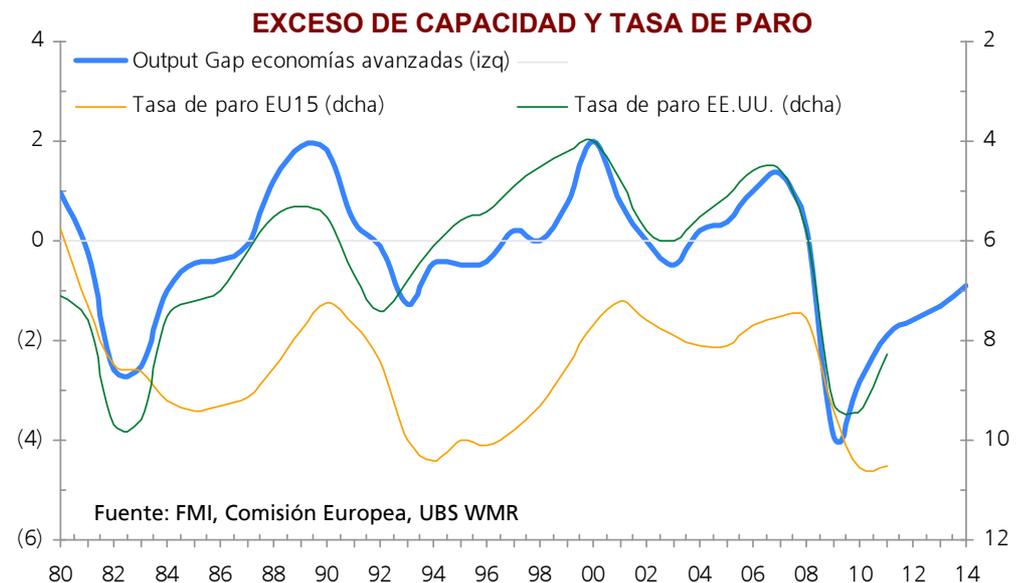
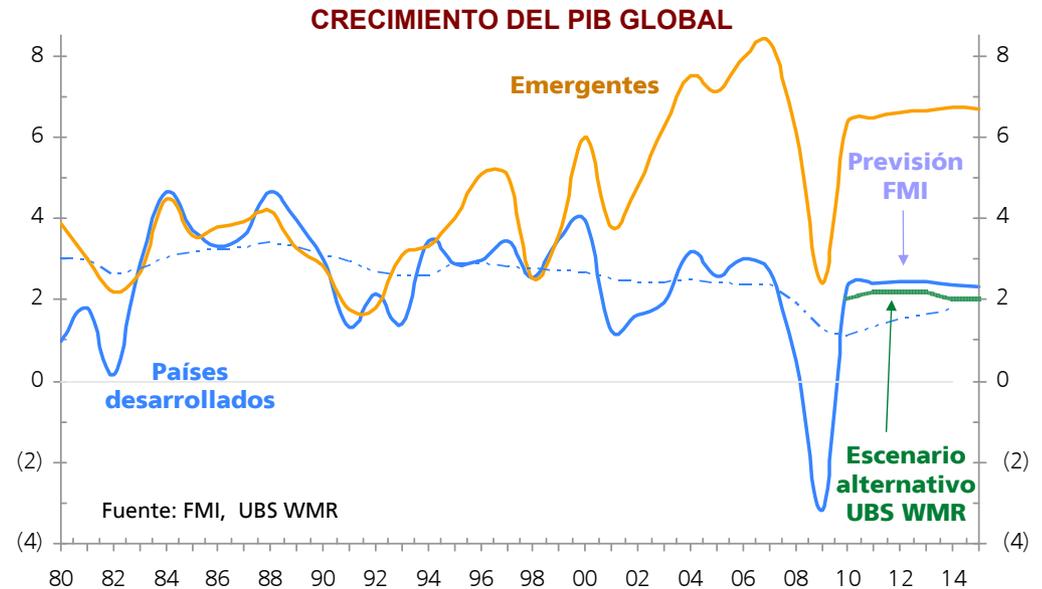
La corrección de los excesos causa un ciclo económico mediocre

- ◆ La economía global vuelve a crecer pero es incapaz de recuperar el pulso en los países desarrollados, que siguen purgando los excesos del ciclo anterior y sufrirán el lastre de la restricción fiscal
- ◆ El sistema financiero no ha recuperado la normalidad y el crédito es todavía caro y escaso, obligando a los bancos centrales a adoptar medidas extraordinarias: los tipos seguirán muy bajos en 2010 y 2011
- ◆ Los países emergentes toman el relevo al resultar menos afectados por la crisis y al contar con potentes dinámicas en su demanda interna
- ◆ España afronta el proceso simultáneo de ajuste privado y público: prosigue el desapalancamiento de hogares, empresas y bancos en tanto que comienza la dura reducción del déficit presupuestario que impedirá recobrar ritmos de crecimiento superiores al 1% hasta 2012
- ◆ El aumento del ahorro y la purga inmobiliaria permiten corregir a gran velocidad el desequilibrio exterior de la economía española
- ◆ Es factible alcanzar un déficit público del 3% en 2013, aunque requiere de medidas adicionales de recorte de gastos y subida de impuestos
- ◆ El sector financiero español es viable y solvente pero sufrirá un periodo de baja rentabilidad conforme sanea los activos problemáticos
- ◆ Es necesario acometer aún importantes reformas estructurales

Anatomía del ciclo económico global

Crecimiento moderado y frágil liderado por el mundo emergente

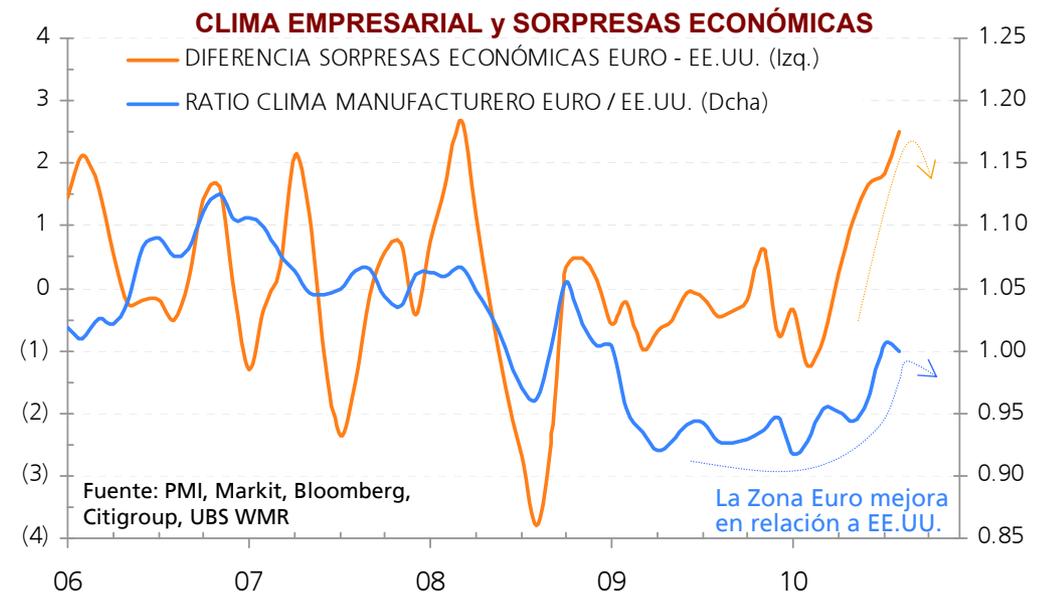
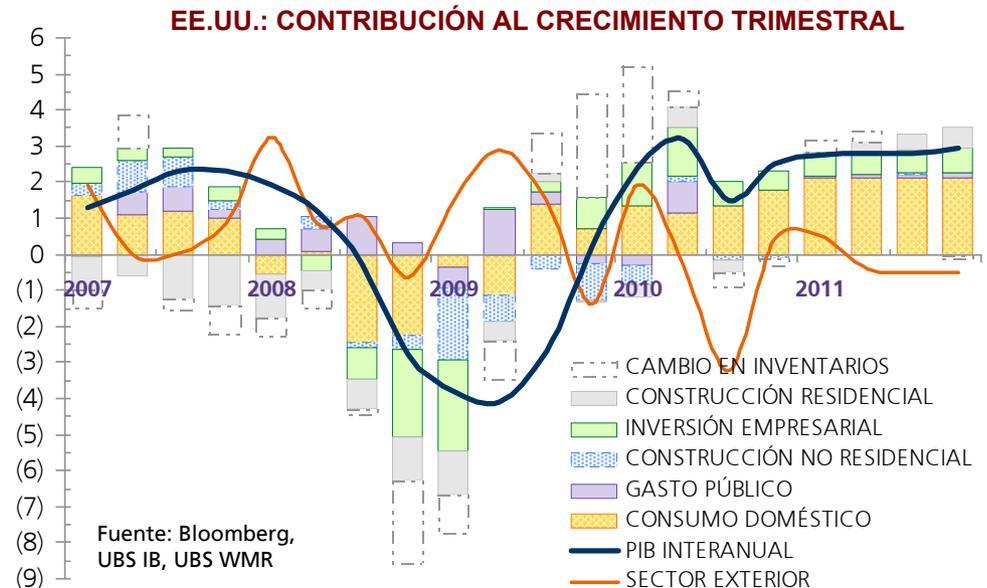
- ◆ Se confirma que la economía global ha alcanzado su momento de máxima aceleración interanual entre el 1^{er} y el 2^o trimestre
- ◆ La base estadística de comparación comienza a ser menos favorable, se agotan los masivos estímulos fiscales y los inventarios están ya volviendo a niveles más normales
- ◆ El ajuste fiscal en Europa y EE.UU. y el exceso de capacidad industrial y de mano de obra lastran la recuperación y abocan a un ciclo de menor crecimiento tendencial (una "√" en lugar de una "V")
- ◆ Los países en vías de desarrollo lideran el crecimiento mundial y se encuentran en una dinámica más positiva y sostenible, sin graves problemas de endeudamiento en pleno proceso de urbanización e industrialización



Anatomía del ciclo económico global

Desaceleración, pero sin recaída en recesión

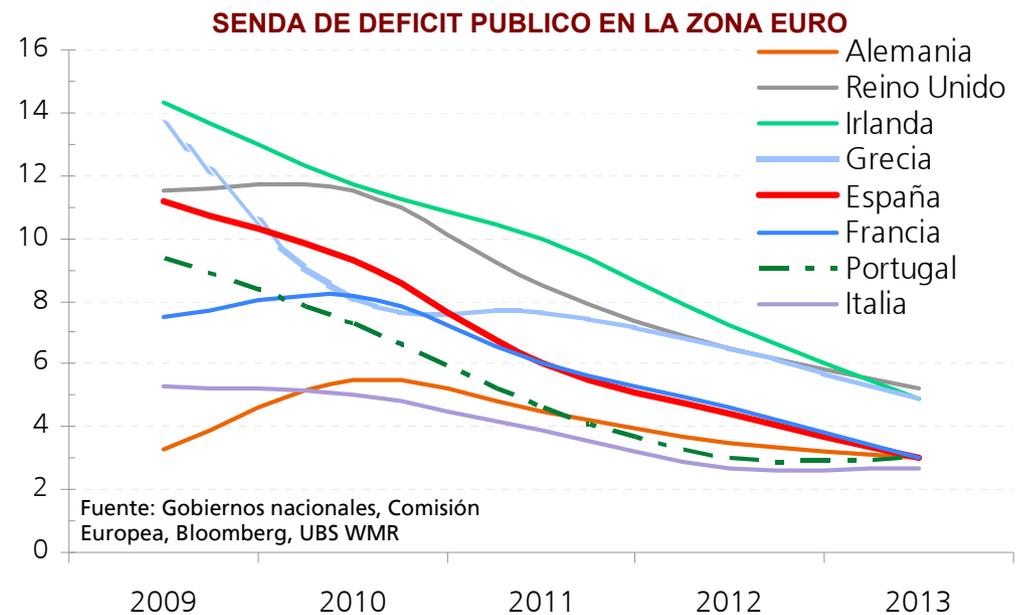
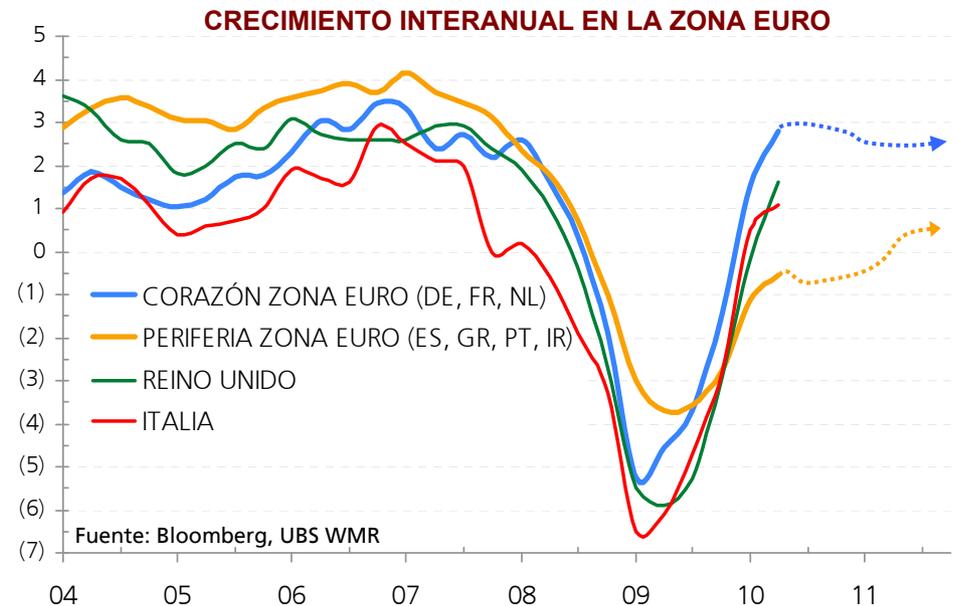
- ◆ La producción manufacturera ralentiza su crecimiento tras el impulso inicial de la reposición de inventarios, pero UBS descarta una recaída en recesión
- ◆ El empleo y el consumo se recuperan lentamente y serán la base de la segunda fase del ciclo económico, lastrado por el ajuste fiscal y el desapalancamiento de los hogares, empresas y bancos
- ◆ Este interludio de debilidad se puede prolongar unos meses hasta que se constate la recuperación del mercado laboral de EE.UU. y la capacidad de China de crecer por encima del 8% en tanto que deshincha su burbuja inmobiliaria
- ◆ La fase de sorpresas económicas positivas en Europa y negativas en EE.UU. estaría finalizando, lo que afectará al EUR/USD y a los tipos



Anatomía del ciclo económico global

Zona Euro: reequilibrio entre países centrales y periféricos

- ◆ Clara divergencia en la velocidad de recuperación entre los países centrales (con superávit exterior, sin grandes burbujas y menor déficit fiscal) y una periferia que aún pugna por salir de la recesión
- ◆ Esta dinámica se prolongará en los próximos 2-3 años por el duro ajuste presupuestario en España, Grecia, Irlanda y Portugal
- ◆ El crecimiento medio del PIB de la Zona Euro rondará el 2% en 2010 y 2011, liderado por Alemania con casi un 2.5% este año y ~2% 2011
- ◆ La voluntad de retornar a sendas fiscales sostenibles es inequívoca en todos los países, sometidos a la presión de los mercados y de la UE
- ◆ Todos los gobiernos avanzan los detalles de sus planes para reducir el déficit hacia el 3% en 2013 (Grecia e Irlanda en 2014-2015)



Anatomía del ciclo económico global

Zona Euro: Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera

- ◆ Medidas de urgencia del 9 de Mayo para estabilizar los mercados de deuda
- ◆ Paso decisivo en la integración fiscal que debería ser seguido de acuerdos para coordinar los presupuestos con mecanismos de supervisión y sanción
- ◆ El importe máximo previsto sería suficiente para financiar los vencimientos y los nuevos déficit de España, Portugal, Grecia e Irlanda hasta 2012
- ◆ Supone una transferencia de "riesgo fiscal" entre países y una cierta "expansión cuantitativa" del Banco Central Europeo que debilita al EUR

MEDIDAS DE LA UNIÓN EUROPEA Y FMI

- 1.- Extensión de la línea de créditos para financiar los desajustes en la Balanza de Pagos (vigente para los 11 países de la UE que no adoptaron el Euro) a todos los miembros de la UE: -> **35.000m EUR**
- 2.- Ampliación de la línea de créditos financiado con el presupuesto comunitario: -> **60.000m EUR**
- 3.- Creación de un vehículo (SPV) para la compra de deuda soberana de países de la Zona Euro. Las emisiones de este instrumento para financiar sus compras estarán avaladas por los miembros de la Zona Euro de forma proporcional a su cuota en el BCE. También podrían dotarle de capital para poder absorber las eventuales pérdidas y recibir la máxima calificación crediticia. La vida inicial prevista para el fondo es de 3 años: -> **440.000m EUR**
- 4.- El Fondo Monetario Internacional ha propuesto una financiación adicional de hasta la mitad de la aportación de la Unión Europea: -> **220.000m EUR**

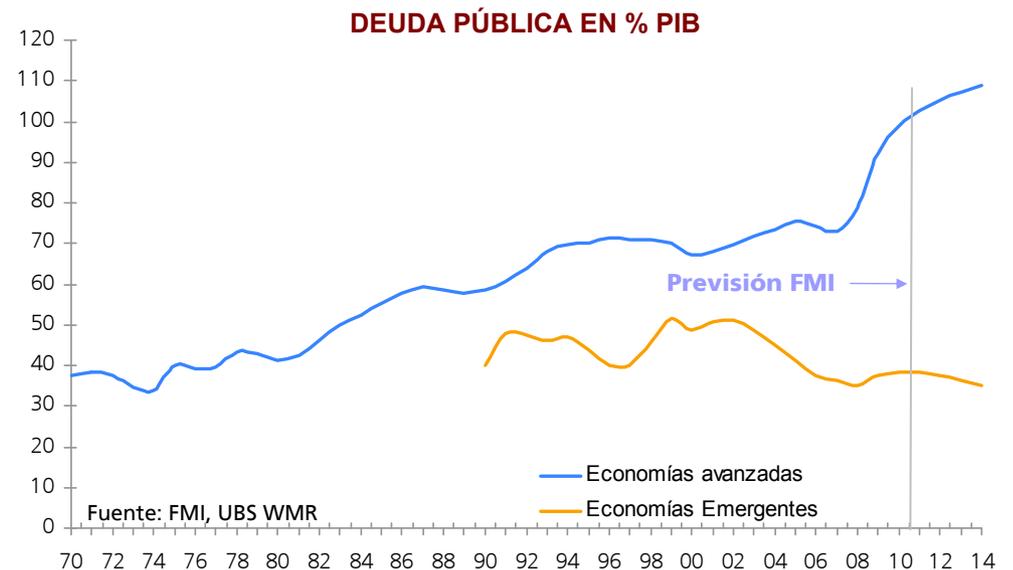
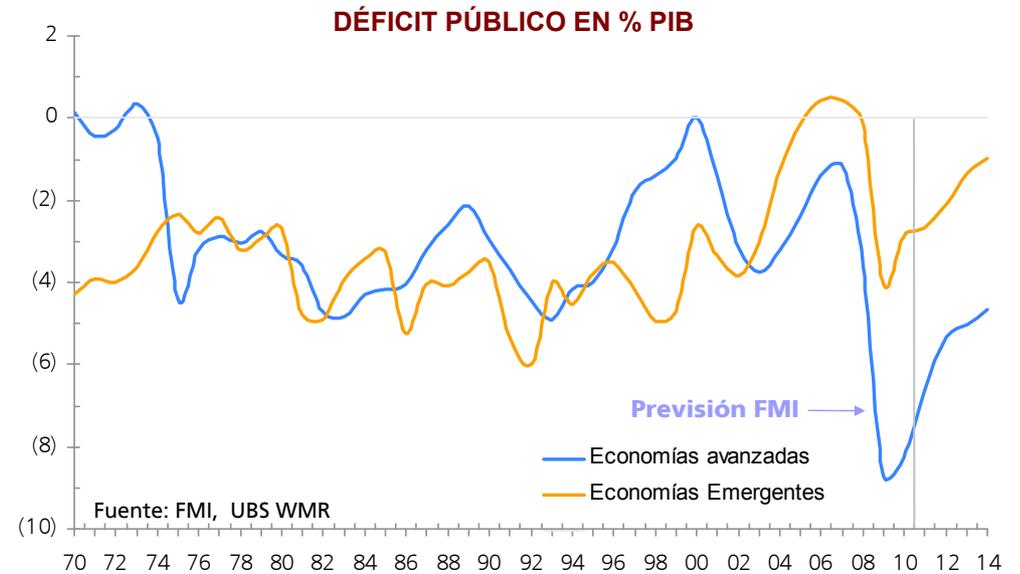
MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

- 1.- Intervenir en los mercados de deuda pública y bonos corporativos (Securities Markets Programme): compra selectiva de bonos en el mercado secundario por una cantidad y plazo indeterminados. Inicialmente se está centrando en la deuda de Grecia, Portugal y España. Se espera que "esterilice" la intervención mediante el drenaje de liquidez de los bancos
- 2.- Reanudar las colocaciones de liquidez en cantidades ilimitadas y a tipo fijo a plazo de 3 meses. Las subastas se han anunciado para el 26 Mayo y 30 Junio
- 3.- Colocación extraordinaria de liquidez a 6 meses concediendo a las entidades financieras todo el importe solicitado. Tiene como objetivo fundamental reducir las tensiones en la refinanciación de los 442.000m€ colocados a 12 meses en Julio de 2009
- 4.- Reactivar las líneas de Swaps en USD con la Reserva Federal y otros bancos centrales, evitando una carestía de dólares que deprecie aún más el EUR
- 5.- Confirmación de la suspensión indefinida del criterio de calificación crediticia para descontar deuda pública de Grecia, permitiendo su uso como colateral aunque su rating haya caído hasta BB+ por S&P's

Anatomía del ciclo económico global

Ajuste fiscal generalizado en el mundo desarrollado

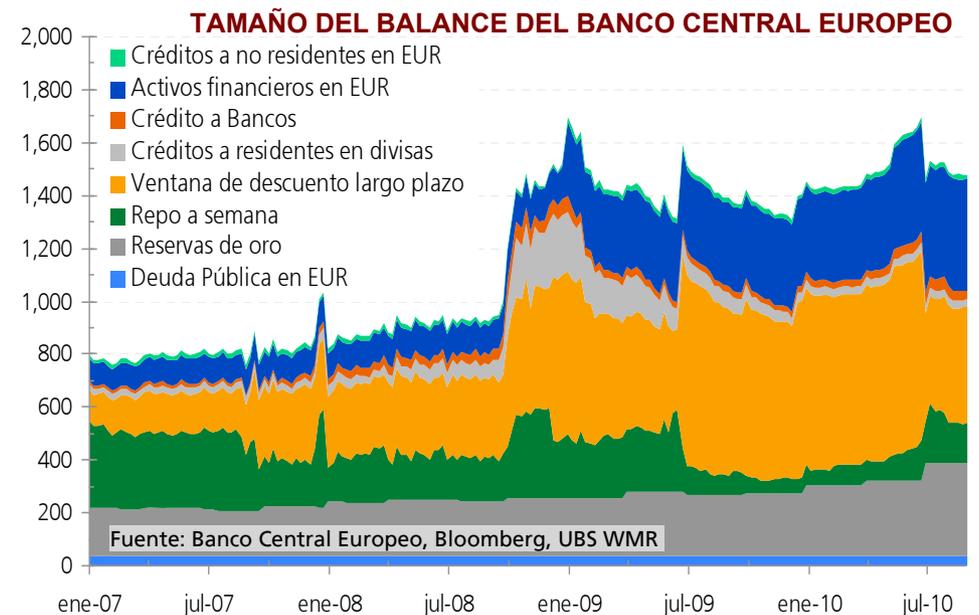
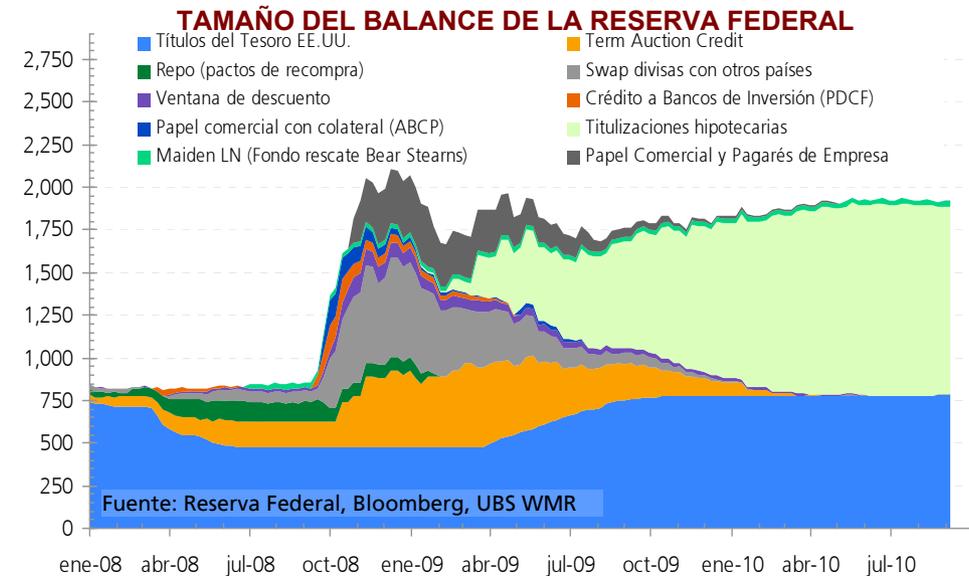
- ◆ El problema de déficit público no se circunscribe a la periferia de la Zona Euro, sino que afecta a la mayoría de países desarrollados
- ◆ Todavía en 2011, EE.UU., R.Unido y Japón registrarán desequilibrios presupuestarios superiores al 7%
- ◆ Explosiva acumulación de déficit: la Deuda/PIB superará el 100% en 2011 en la OCDE, obligando a políticas fiscales más restrictivas
- ◆ Aumento de emisiones de Deuda Pública que presionarán al alza los tipos reales y generan un "efecto expulsión" del sector privado
- ◆ Los países emergentes están en una posición mejor, y ya volverían a tener superávit primario en 2011 logrando reducir su Deuda/PIB a partir de ese año y disponiendo de mayor margen de maniobra en sus políticas fiscales a medio plazo



Anatomía del ciclo económico global

Política monetaria: Expansión Cuantitativa de la Fed y el BCE

- ◆ La Reserva Federal, el BCE y el BoE prolongan sus políticas expansivas, con diversas formas de expansión cuantitativa y aumento de la base monetaria que compense la caída del multiplicador del crédito y de la velocidad de circulación del dinero
- ◆ La Fed anunció que reinvertirá los vencimientos de las titulizaciones hipotecarias en bonos del Tesoro para evitar una contracción del tamaño de su balance
- ◆ El BCE ha optado por apoyar a la banca con la provisión ilimitada de liquidez al descontar una amplia gama de colateral a la vez que ha iniciado unos tímidos programas de compra de titulizaciones y de deuda pública de países periféricos
- ◆ Aún queda margen de maniobra en las políticas monetarias para evitar una entrada en deflación

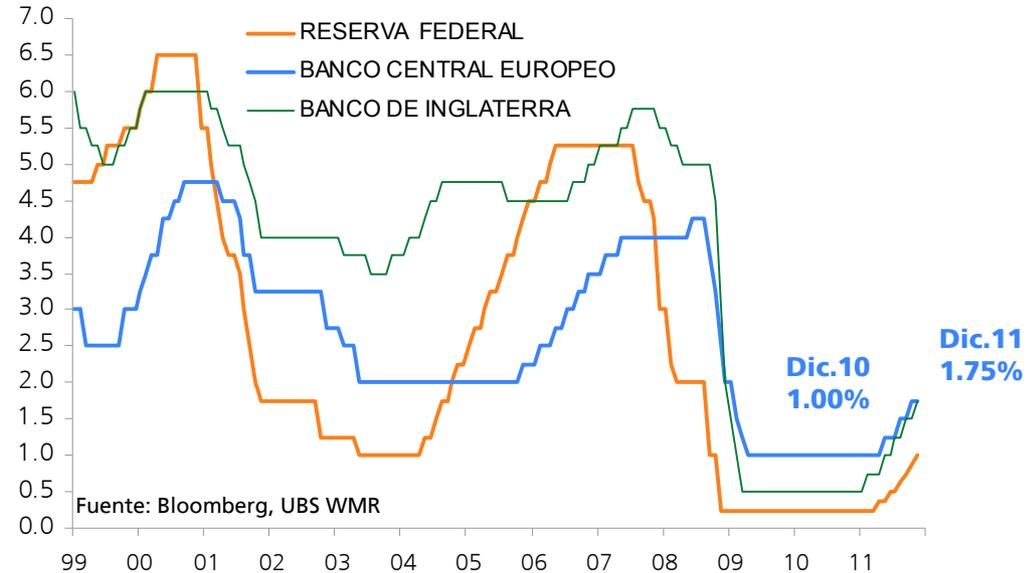


Anatomía del ciclo económico global

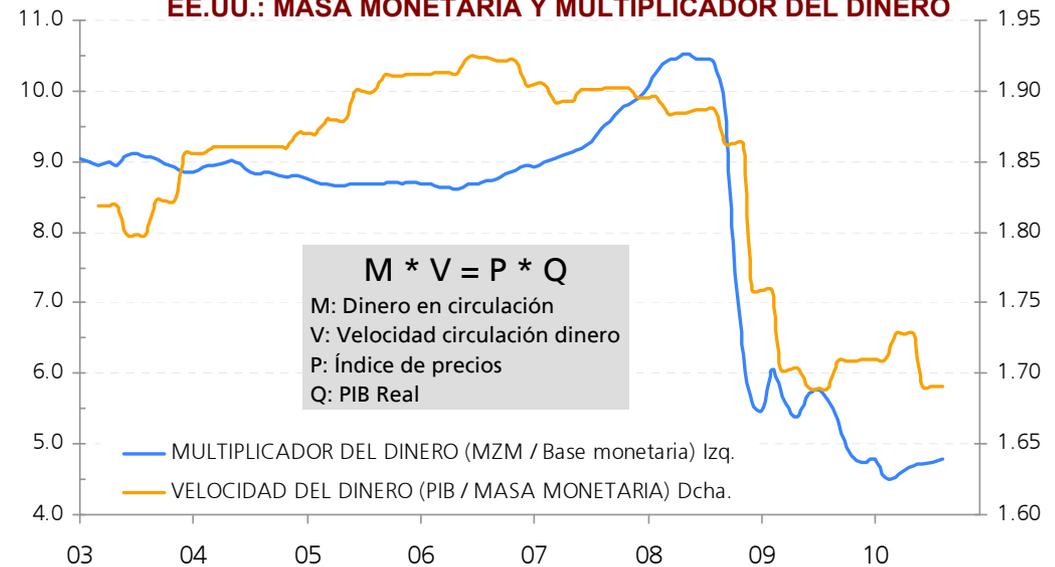
Política monetaria: tipos muy bajos hasta bien entrado 2011

- ◆ Se retrasa constantemente el calendario de normalización de los tipos de interés, que ahora se espera para bien entrado 2011
- ◆ El mercado monetario descuenta que la Fed aún tendrá su tipo de intervención por debajo del 1% a comienzos de 2012
- ◆ UBS prevé que el BCE suba en el 2ºT de 2011, siempre que se normalice la deuda periférica
- ◆ La Fed mantiene su mensaje de "tipos muy bajos durante un periodo prolongado": UBS espera que empiece a subir tipos a ritmo de 1/8 por reunión a mitad de 2011 y que esté en el 1% a final de año
- ◆ Quedan varios meses de mercado monetario inundado de liquidez y Euribor a corto por debajo del 1%
- ◆ Los bancos centrales actuarán en función de la evolución del crédito

TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES



EE.UU.: MASA MONETARIA Y MULTIPLICADOR DEL DINERO

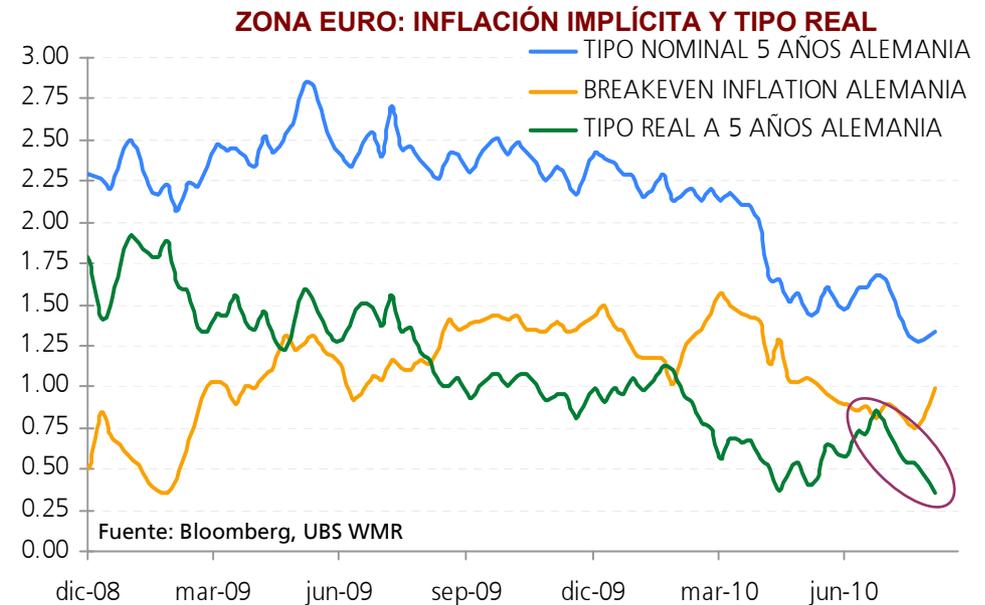


Fuente: Reserva Federal, Bloomberg, UBS WMR

Anatomía del ciclo económico global

Tipos nominales y reales en mínimos por temor a la deflación

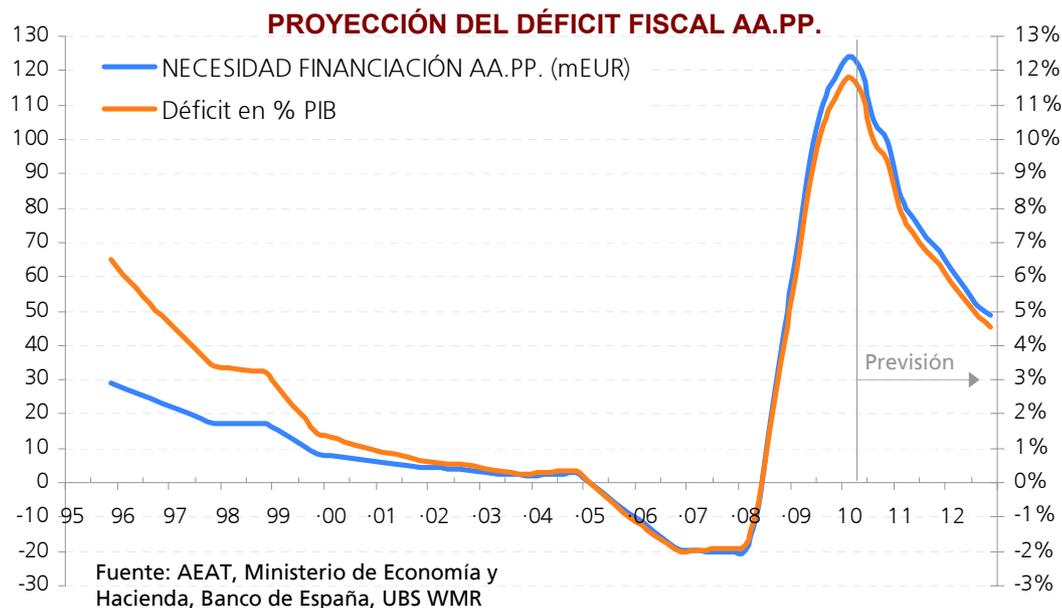
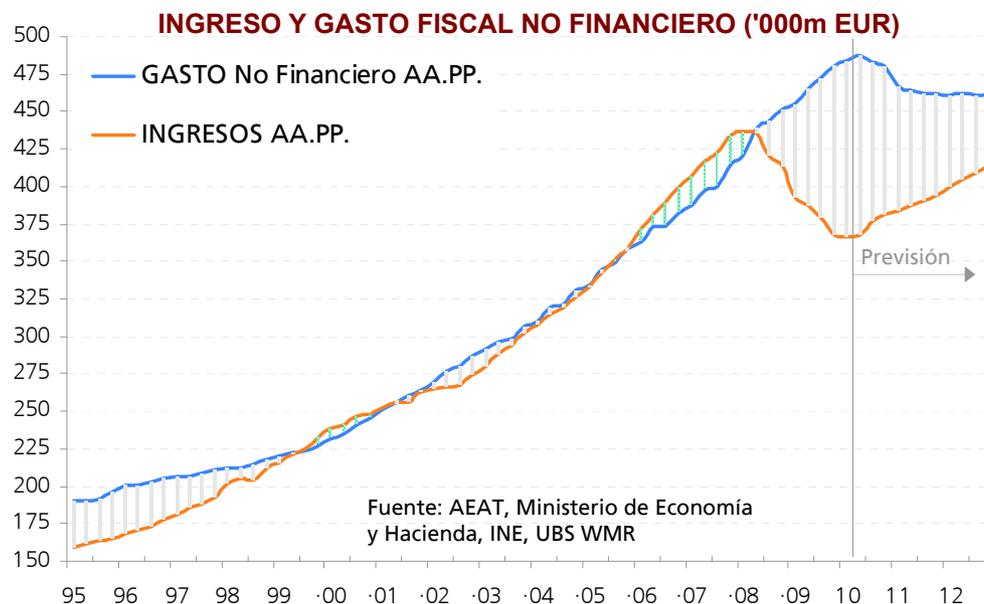
- ◆ La Deuda Pública de Alemania y EE.UU. actúa de refugio y descuenta un riesgo muy elevado de una espiral deflacionista y/o un estancamiento de la economía
- ◆ La perspectiva de que los bancos centrales mantendrán en mínimos sus tipos indefinidamente deprime las curvas de deuda, que ofrecen unas rentabilidades nominales y reales anormalmente bajas
- ◆ Aunque el exceso de capacidad genera presiones desinflacionistas UBS considera reducido el riesgo de deflación por la expansión monetaria y por el aumento de la demanda de los países emergentes
- ◆ Los tipos reales y las expectativas de inflación deberían normalizarse, haciendo repuntar la rentabilidad nominal y causando pérdidas en los bonos a medio y largo plazo



España: endeudamiento público

Balance presupuestario: punto de inflexión hacia el déficit 3%

- ◆ Comienza a revertirse la deriva insostenible de las finanzas públicas con un repunte de la recaudación y las medidas de contención del gasto
- ◆ Tras cerrar 2009 con un déficit total de las AA.PP. de 11.2%, en el 1^{er}T 2010 se alcanzó el 11.8%
- ◆ Los sucesivos planes de ajuste de Enero y Mayo han acelerado el punto de inflexión, permitiendo acabar 2010 ya cerca del 9.5%
- ◆ La estabilización del gasto y la recuperación cíclica de la recaudación fiscal consolidarán la senda de reducción del déficit hasta cerca del 6.5% en 2011 y del 4.5% en 2012
- ◆ Dado el compromiso con la UE de cerrar 2011 en el 6.0%, serán necesarias nuevas medidas de ajuste en los próximos meses



España: endeudamiento público

Medidas de emergencia para atajar el problema fiscal

- ◆ Como contraprestación a las medidas de la UE para estabilizar la deuda soberana, el gobierno español se comprometió a acelerar su ajuste fiscal para asegurar el cumplimiento del objetivo de déficit del 3% en 2013
- ◆ El plan consiste en una reducción adicional del déficit de las AAPP del 0.5% en 2010 y 1.0% en 2011, que se suma a las medidas de Enero
- ◆ El Consejo de Ministros ha aprobado un techo de gasto no financiero de los Presupuestos Generales del Estado 2011 de 122.256m€, una disminución del 7,7% respecto al año 2010

NUEVAS PREVISIONES DE DÉFICIT DE LAS AA.PP.

	2009	2010*	2011*	2012	2013
Administración Central	-9,5	-5,9	-2,3	-3,2	-2,1
Comunidades Autónomas	-2,0	-3,1	-3,3	-1,3	-1,1
Entidades Locales	-0,5	-0,6	-0,8	-0,3	-0,2
Seguridad Social	+0,8	+0,2	+0,4	+0,4	+0,4
Total Administraciones Públicas	-11,2	-9,3	-6,0	-4,4	-3,0

*Incluye el efecto de la previsión de las liquidaciones del sistema de financiación de CC.AA. y EE.LL. a favor del Estado.

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda

PAQUETE DE MEDIDAS DE AJUSTE FISCAL MAYO 2010

- 1.- Reducción de las retribuciones del sector público en un 5% de media a partir de Junio 2010 y congelarlas en 2011
- 2.- Suspensión para 2011 de revalorización de pensiones, excluyendo no contributivas y pensiones mínimas
- 3.- Eliminación prestación por nacimiento de 2.500 euros
- 4.- Reducción de los gastos en farmacia
- 5.- Reducción 600mEUR Ayuda Oficial al Desarrollo
- 6.- Reducción 6.045mEUR de la inversión pública estatal
- 7.- Ahorro de 1.200mEUR por CCAA y Ayuntamientos
- 8.- Eliminación del régimen transitorio para la jubilación parcial previsto en la Ley 40/2007
- 9.- Supresión para los nuevos solicitantes de la retroactividad del pago de prestaciones por dependencia

Fuente: Presidencia del Gobierno de España

PLAN DE AUSTERIDAD 2010-2013 ENERO 2010

	% PIB
Mayores Ingresos	1,1
Medidas tributarias incluidas en los PGE 2010	1,0
Acción antifraude	0,1
Menores Gastos	4,1
Presupuesto 2010	0,8
Plan de acción inmediata	0,5
Plan de Austeridad	2,6
Gasto financiero con efecto en déficit	0,2
Ajuste total	5,2

Ajuste AAPP ~ 5,7% PIB	
↓	
Ajuste Estado ~ 5,2% PIB	

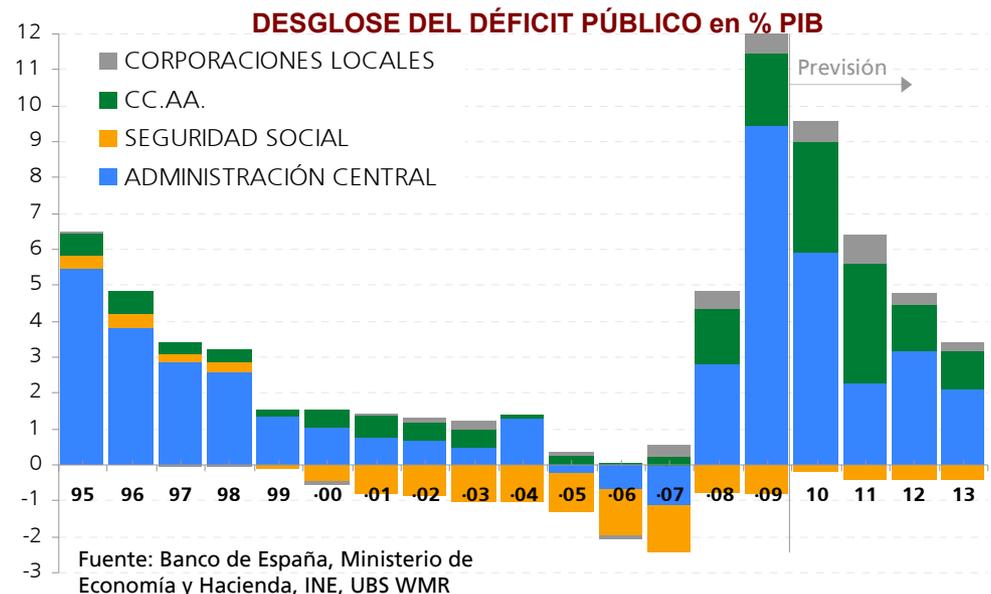
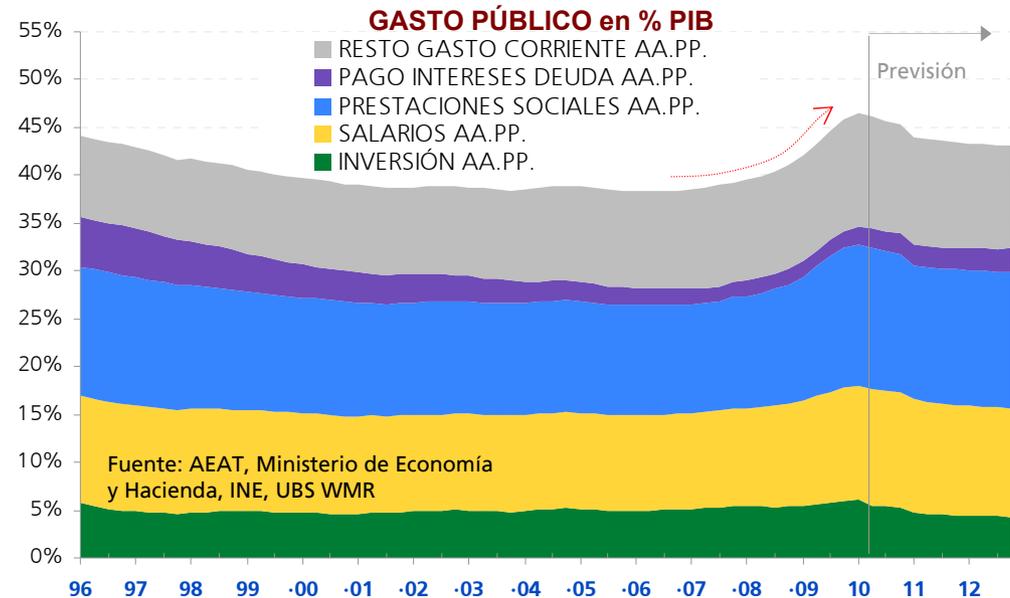
Conceptos	%PIB
1. Gastos de personal	-0,3
2. Gastos de funcionamiento	-0,2
3. Inversiones	-0,5
4. Transferencias y resto de gasto	-1,6
TOTAL REDUCCIÓN DEL GASTO	-2,6

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda

España: endeudamiento público

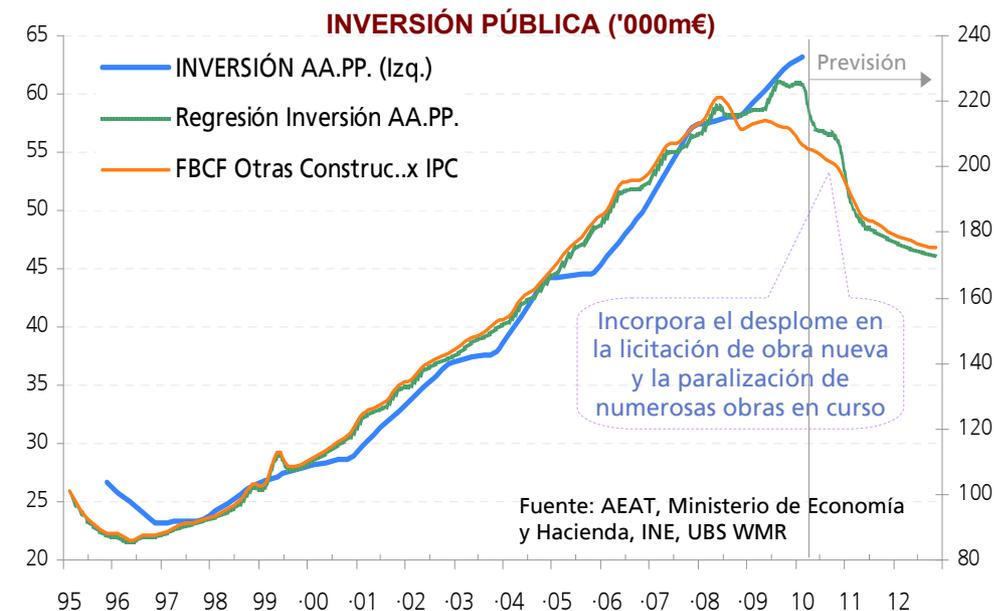
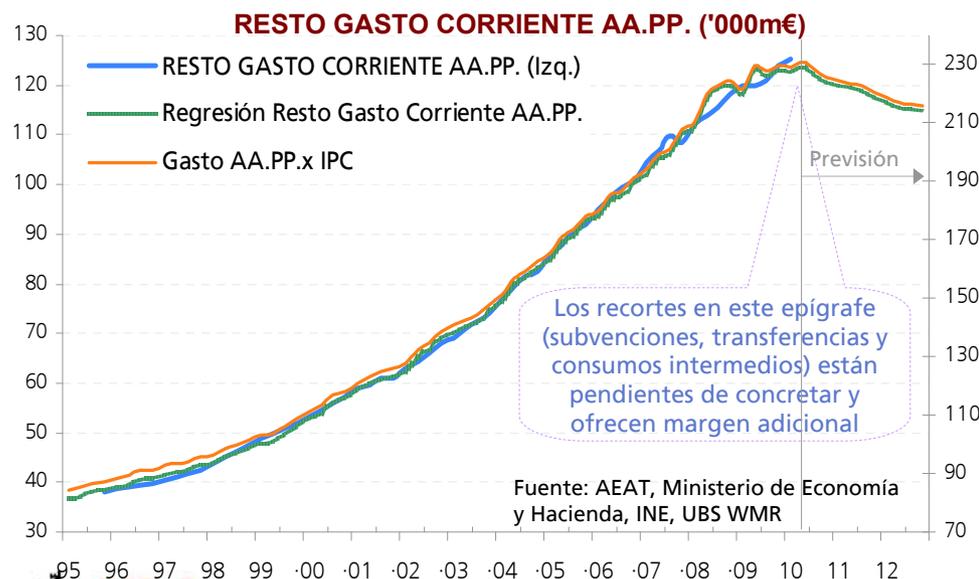
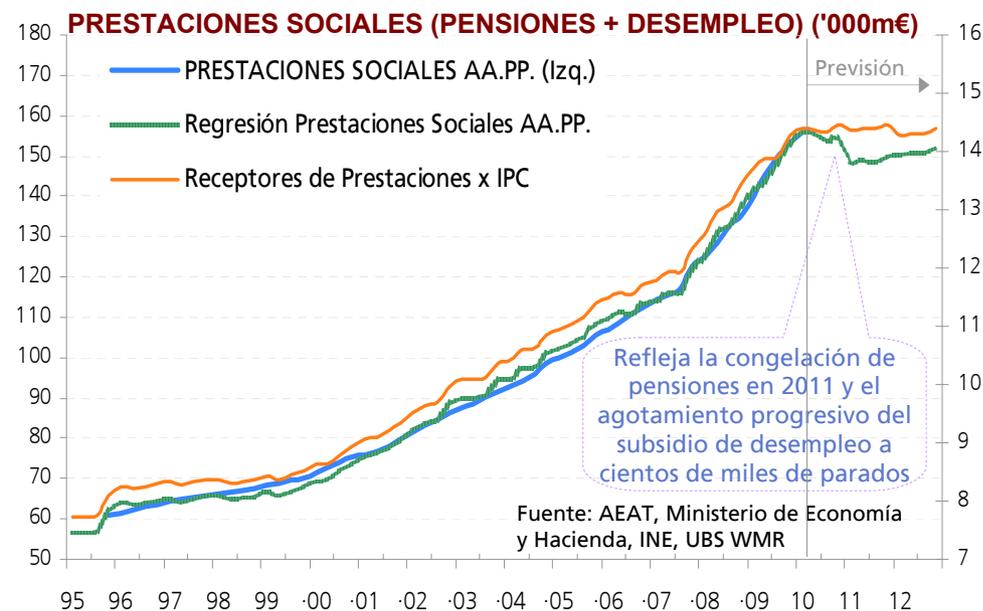
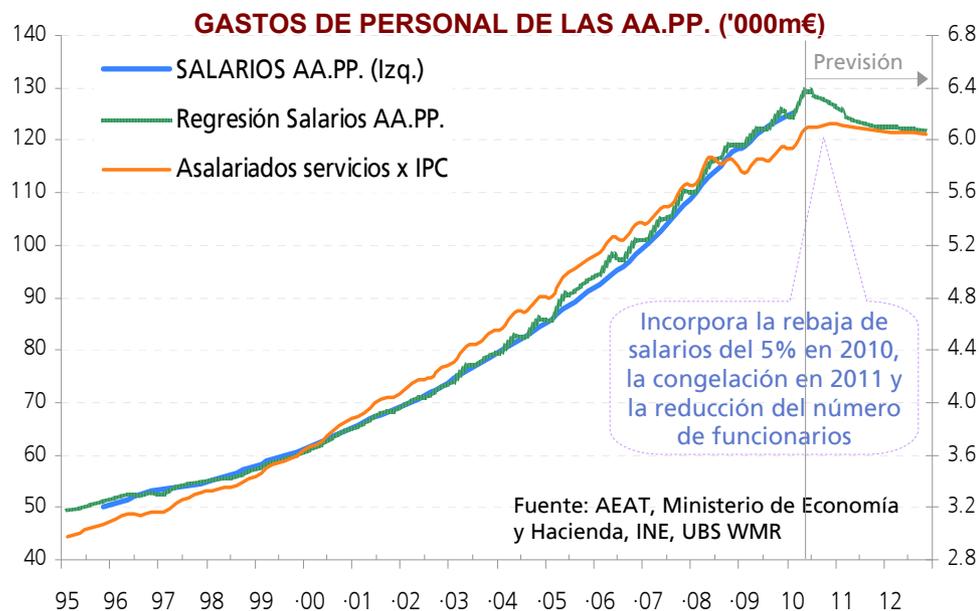
Balance presupuestario: anatomía del gasto y del déficit

- ◆ La deriva del gasto público era alarmante en los últimos años (en especial en personal y en el resto de gasto corriente), en la consideración errónea de que los ingresos por la burbuja inmobiliaria eran estructurales
- ◆ Sin embargo, la causa inmediata del vertiginoso incremento del déficit ha sido el desplome de la recaudación, particularmente de IVA e Impuesto de Sociedades
- ◆ El déficit del Estado se disparó por la prestación por desempleo, que pasó de cubrir a 1.4 millones de personas en 2007 a 3.2 millones a comienzos de 2010
- ◆ Los Entes Territoriales sufren la caída de recaudación por la actividad inmobiliaria y cuentan con estructuras administrativas excesivas: déficit ~4% PIB



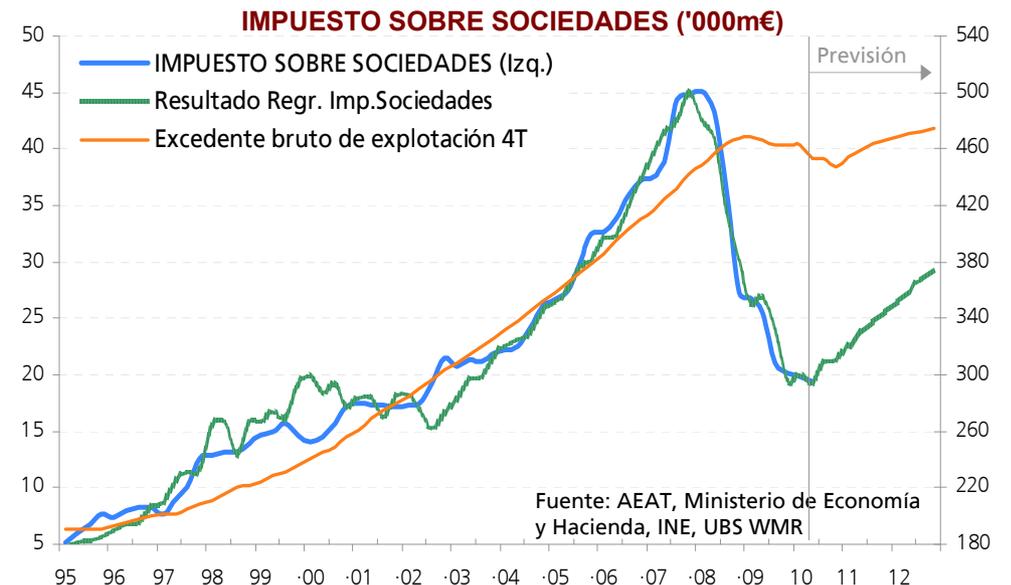
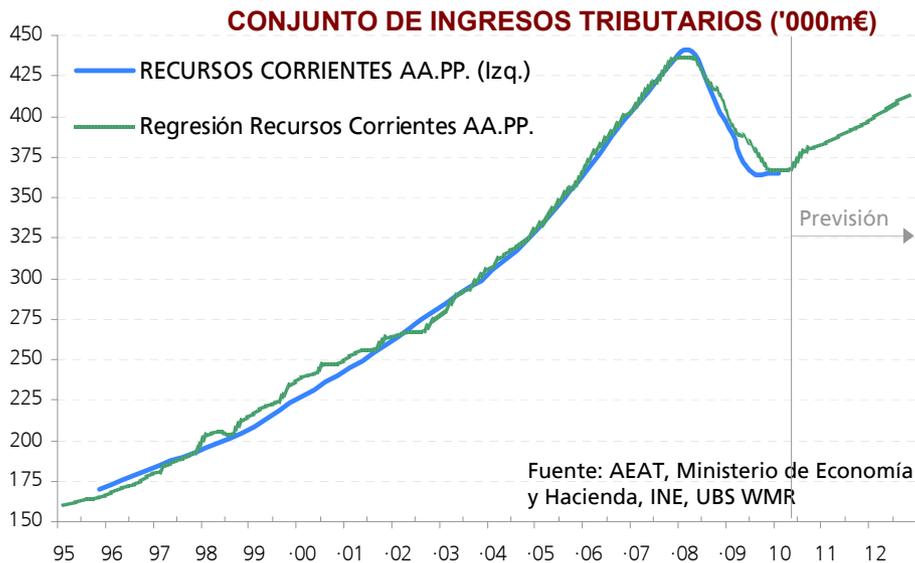
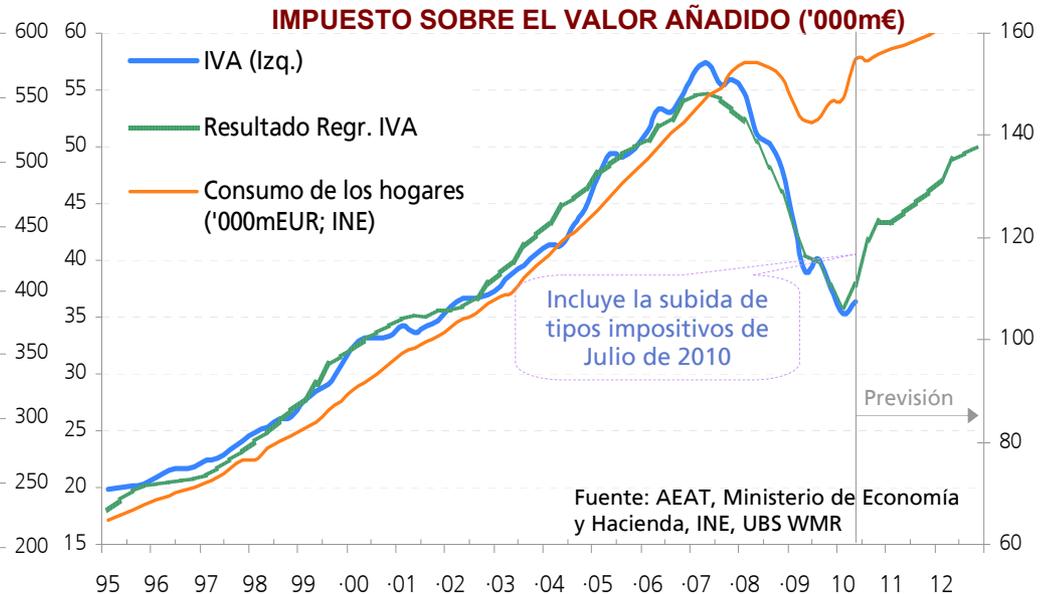
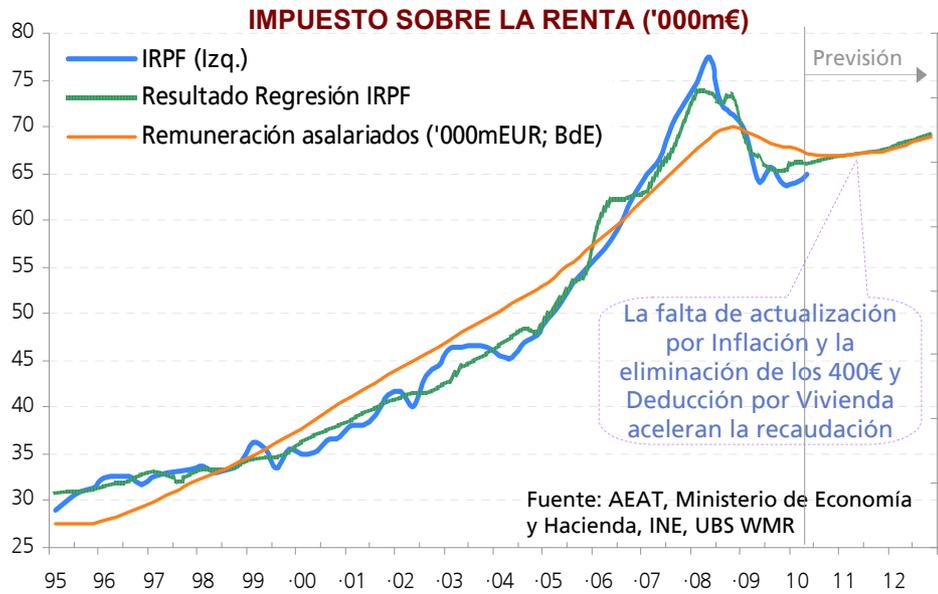
España: endeudamiento público

Balance presupuestario: contención del gasto público



España: endeudamiento público

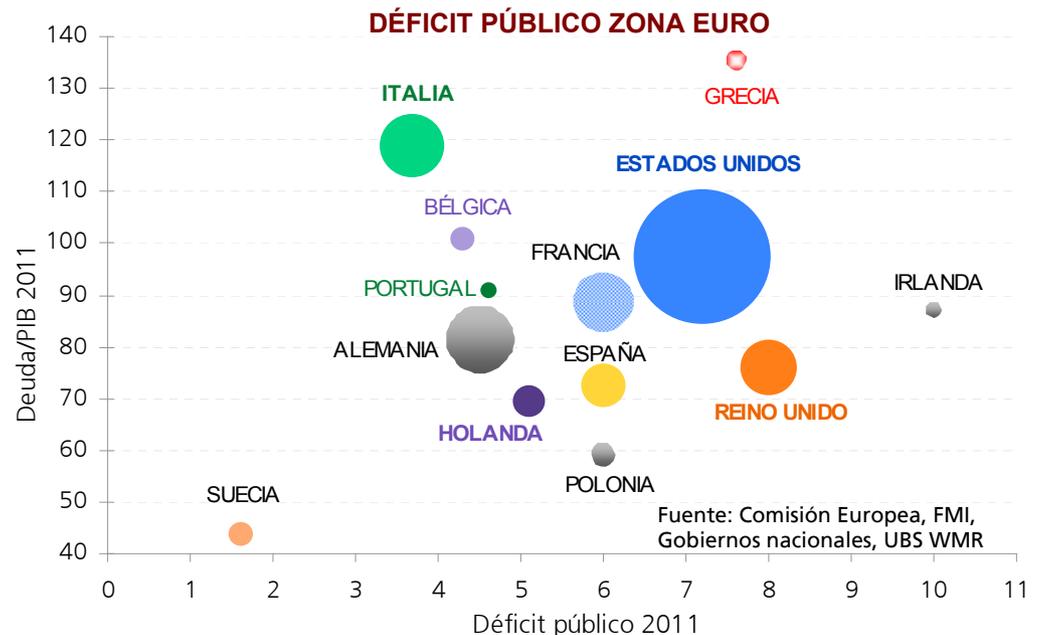
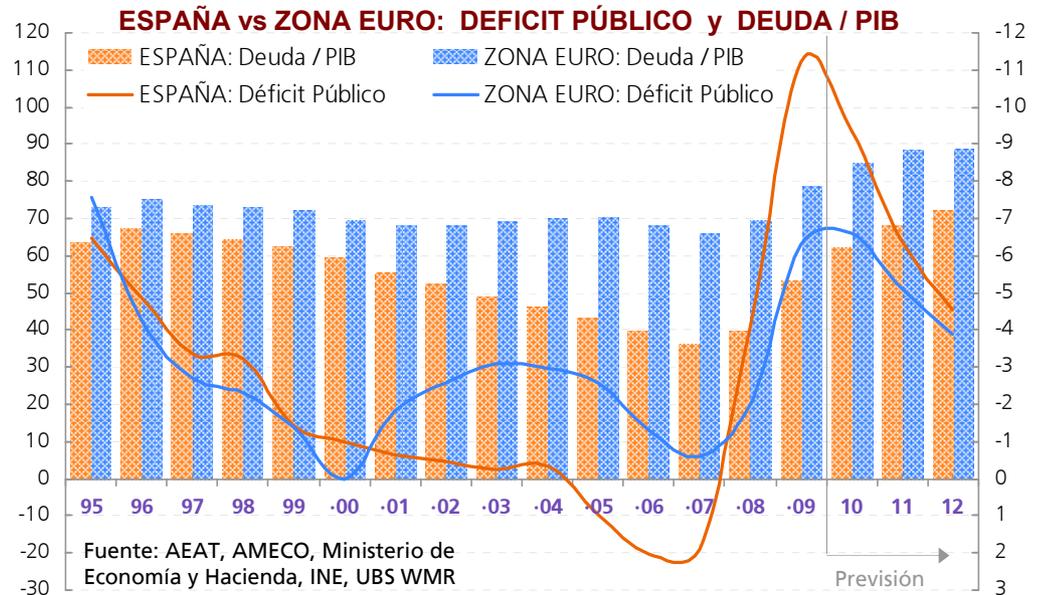
Balance presupuestario: recuperación de los ingresos fiscales



España: endeudamiento público

Programa de Estabilidad y Convergencia: objetivo alcanzable

- ◆ Tras déficits del 11.2% en 2010 y ~9.0% en 2011, el cumplimiento del Protocolo de Déficit Excesivo de la UE exigirá gran disciplina en la ejecución de los planes de austeridad así como un aumento adicional de impuestos
- ◆ El IVA y los Impuestos Especiales son preferibles por su menor efecto sobre la competitividad internacional y por distorsionar menos las decisiones de ahorro, inversión y contratación
- ◆ La convergencia del déficit ya en 2013 al objetivo común del 3% evitará que se alcance la media de Deuda/PIB de la Zona Euro
- ◆ En 2012 España rondará el 72% (frente al 88% europeo) para reducirse lentamente a partir de 2013 si el déficit ronda ~3% y el crecimiento nominal del PIB ~4%



España: endeudamiento público

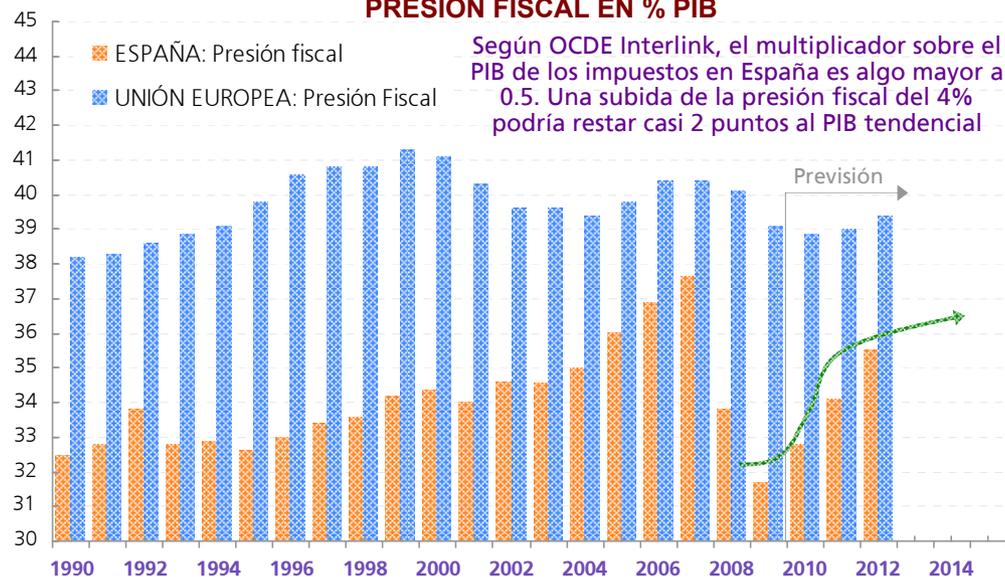
Presupuestos 2011 y Presión Fiscal

- ◆ Los PGE 2011 deben concretar las partidas afectadas por el ajuste, en especial las de transferencias, subvenciones y gasto corriente, que son críticas para alcanzar los objetivos de déficit
- ◆ El esfuerzo de reducción de gasto tiene que ser estructural ya que, pese a las medidas aprobadas, aún no se habrá alcanzado el superávit primario (antes de los intereses de la deuda) en 2013
- ◆ La política fiscal más restrictiva va a ser un gran lastre para el crecimiento en el futuro:
 - la inevitable subida de la presión fiscal (pasará del 31% al 35%) restará varios puntos al PIB
 - dada la rigidez de muchas partidas de gasto, su reducción se centrará probablemente en algunas partidas con un efecto multiplicador más elevado: Infraestructuras e I+D+i

MEDIDAS PREVISTAS EN LOS PRESUPUESTOS 2011

- Subida del tipo marginal del IRPF para bases liquidables generales superiores a 120.000€ (del 21,5% al 22,5%) y a 175.000€ (al 23,5%)
- Retribuciones plurianuales: límite a rendimientos a con reducción del 40% (300.000€).
- SICAV: limitación de la reducción de capital
- El gasto del Estado se reduce un 7,9%
- El gasto medio de Ministerios se reduce un 15,6%
- Reducción de Inversión Pública en un 30%

PRESIÓN FISCAL EN % PIB

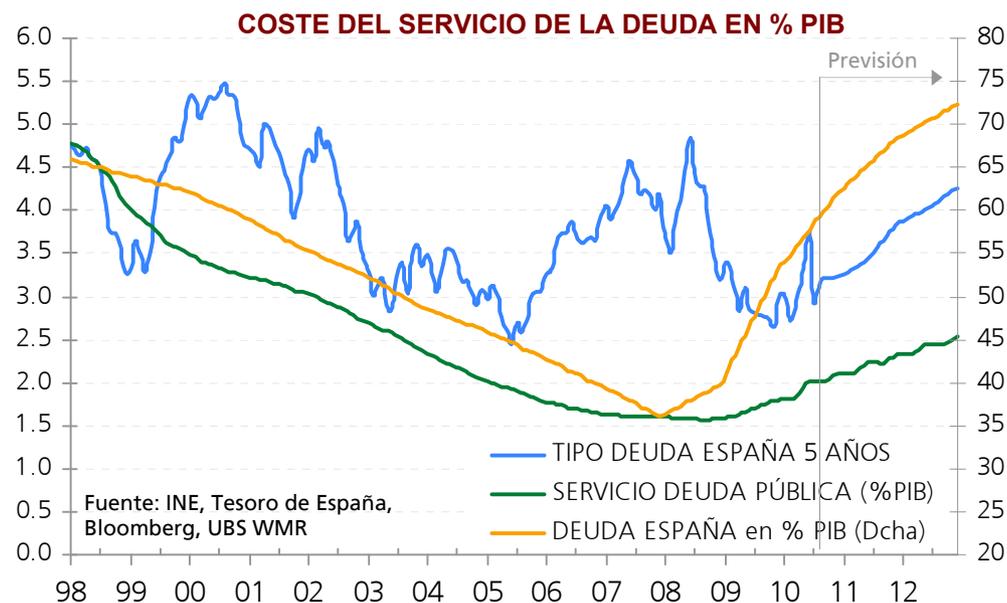
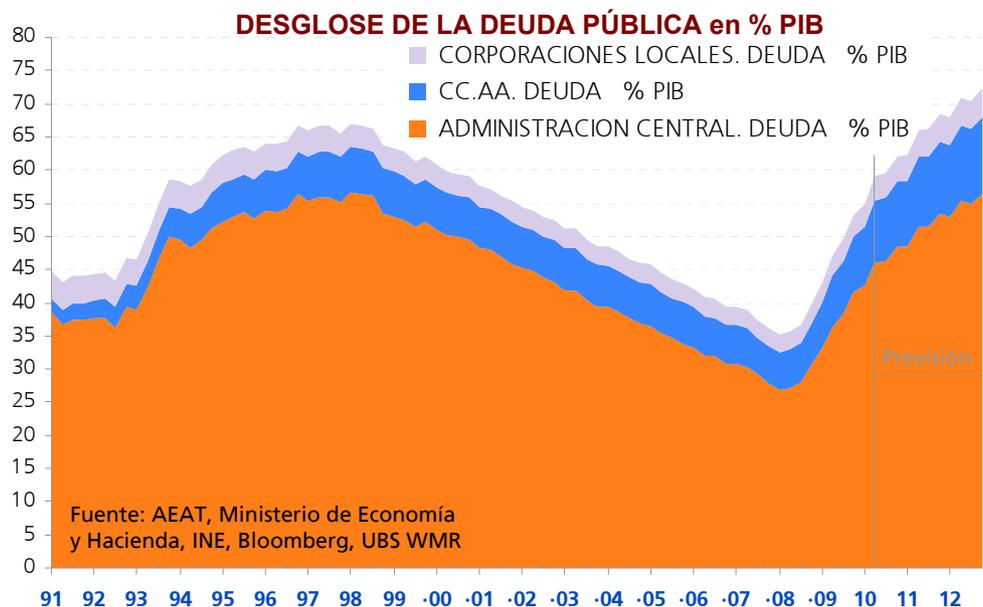


Fuente: OCDE, Comisión Europea, UBS WMR

España: endeudamiento público

Deuda pública: aumento del coste del servicio de la deuda

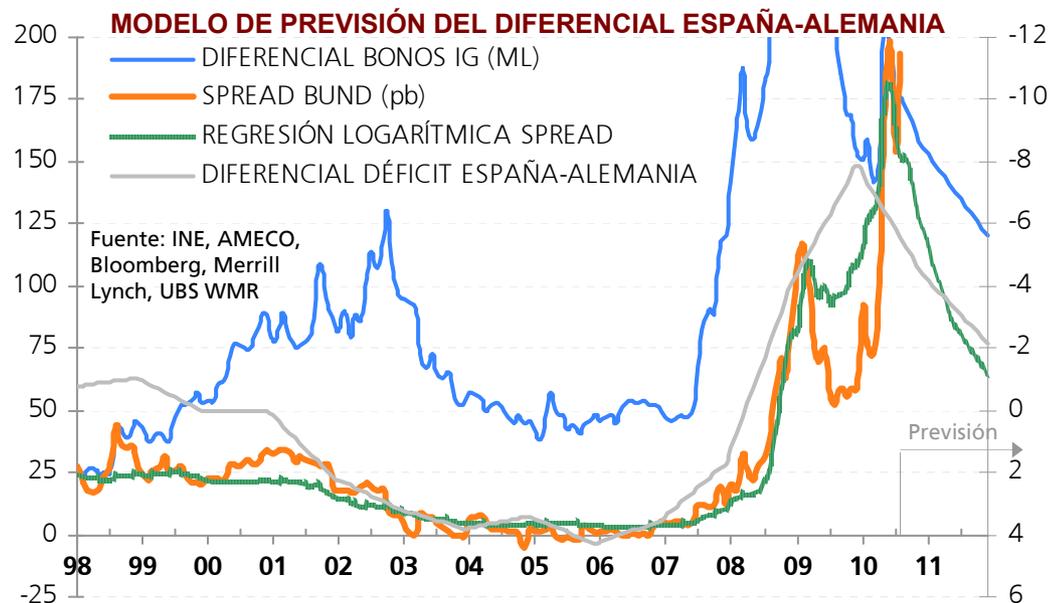
- ◆ De 2008 a 2012, el importe de la deuda emitida por las AA.PP. se habrá duplicado y se acercará a los 800.000 millones de euros
- ◆ El entorno de bajos tipos de interés amortigua el aumento del pago de intereses, a pesar de la subida del diferencial pagado sobre la deuda alemana
- ◆ España llegó a gastar ~6% del PIB anual en el servicio de la deuda a comienzos de los '90, que fue bajando hasta el 1.6% en 2008
- ◆ En 2012, los intereses se comerán un 2.5% del PIB, un 1% más que en 2009, que debe detraerse del gasto público o de la inversión
- ◆ Como el crecimiento tendencial del PIB nominal es ~4%, obliga a que el déficit primario (antes de intereses) no supere el 1.5% para mantener estable la Deuda/PIB



España: endeudamiento público

Deuda pública: progresiva rebaja de la prima de riesgo-país

- ◆ El diferencial sobre Alemania, que casi desapareció en 2004-07, ha llegado a superar el 2% por el grave deterioro fiscal y el temor infundado del mercado a la necesidad del rescate por FMI/UE
- ◆ Los sucesivos planes de ajuste y la exitosa refinanciación de Julio han amainado las reticencias de los inversores extranjeros y han reducido el riesgo-país al ~1.7%
- ◆ Si se cumple el plan de ajuste y se normaliza el crédito empresarial, el modelo de UBS prevé que el diferencial de equilibrio a 10 años rondaría ya ~1.25% a final de 2010 y ~0.70% al terminar 2011
- ◆ Pero el mercado esperará a los datos de ejecución presupuestaria y la normalización del riesgo-país será probablemente más lenta de lo que predice el modelo

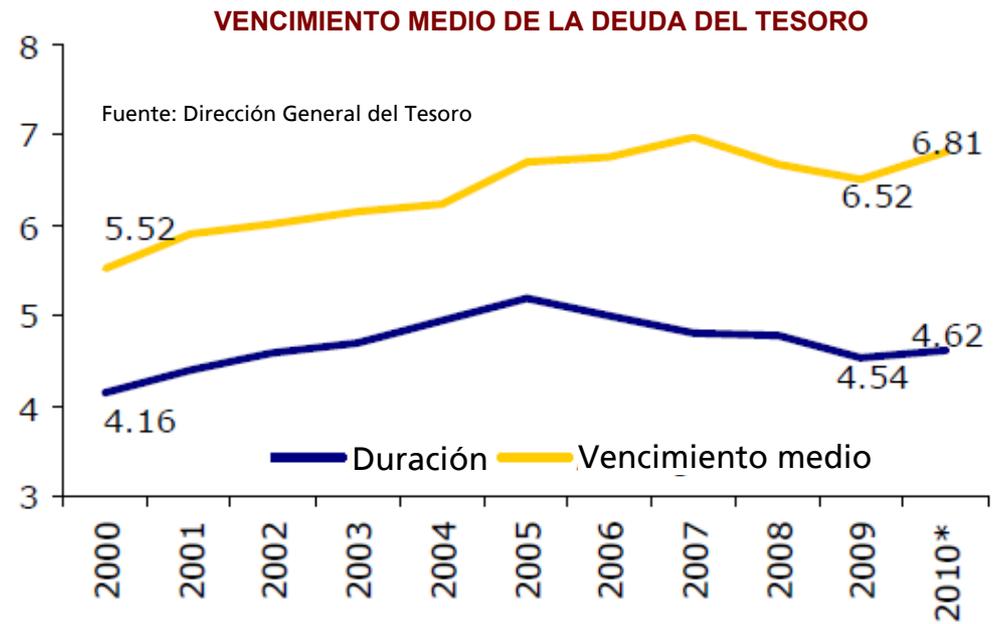
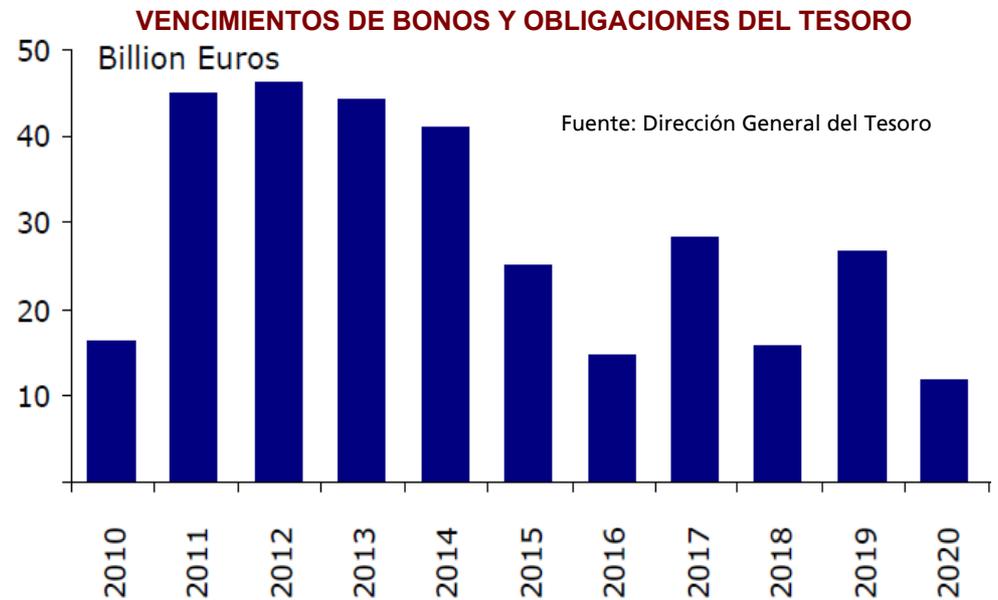


Fuente: Bloomberg, UBS WMR

España: endeudamiento público

Calendario de vencimientos y estrategia del Tesoro

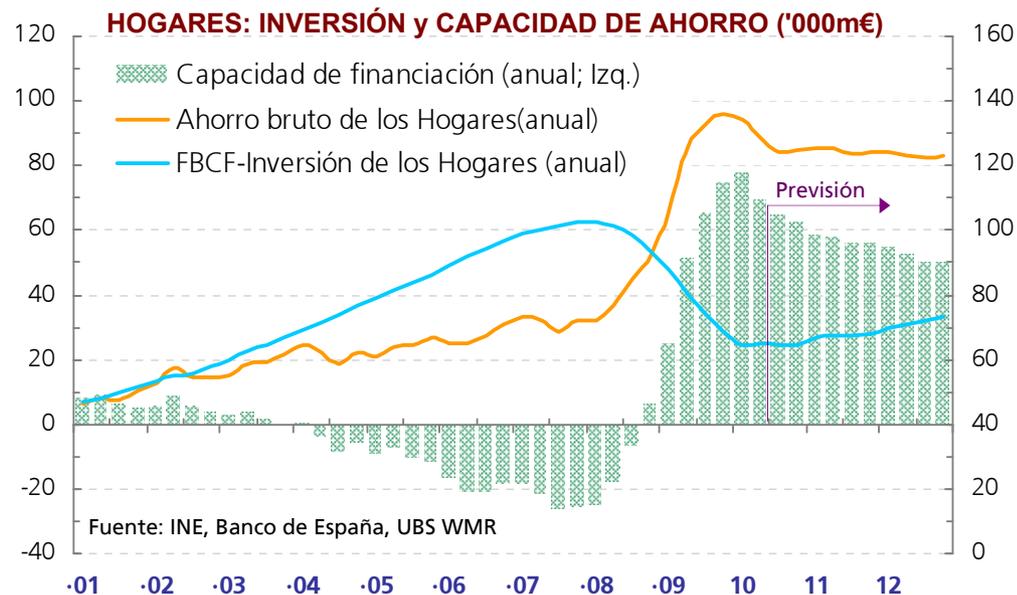
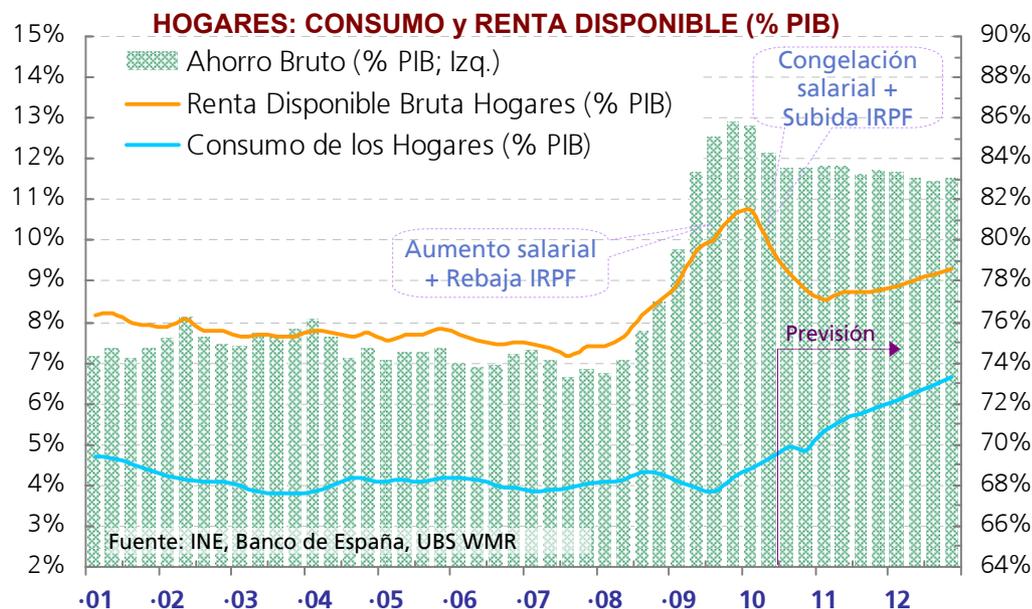
- ◆ El conjunto de Administraciones Públicas debe acometer unas elevadas emisiones de deuda en los próximos meses:
 - Ago-Dic 2010: 60.000m€ nueva deuda + ~70.000m€ vencimientos
 - 2011: ~70.000m€ nueva deuda + ~200.000 m€ vencimientos
- ◆ La estrategia del Tesoro pasa por aumentar el vencimiento medio hasta los 7.5 años y diversificar la base de inversores extranjeros (42% de la deuda; 52% en 2006)
- ◆ La banca española tenía una exposición neta de 191.000m€ a final de 2009, el 33% de la deuda pública total (bonos o créditos)
- ◆ Los hogares disponen ya de una capacidad neta de ahorro de unos 60.00m€ anuales (6% PIB), que de forma directa o indirecta (banca) debería financiar el déficit



España: endeudamiento privado

Hogares: se hunde la compra de vivienda y se dispara el ahorro

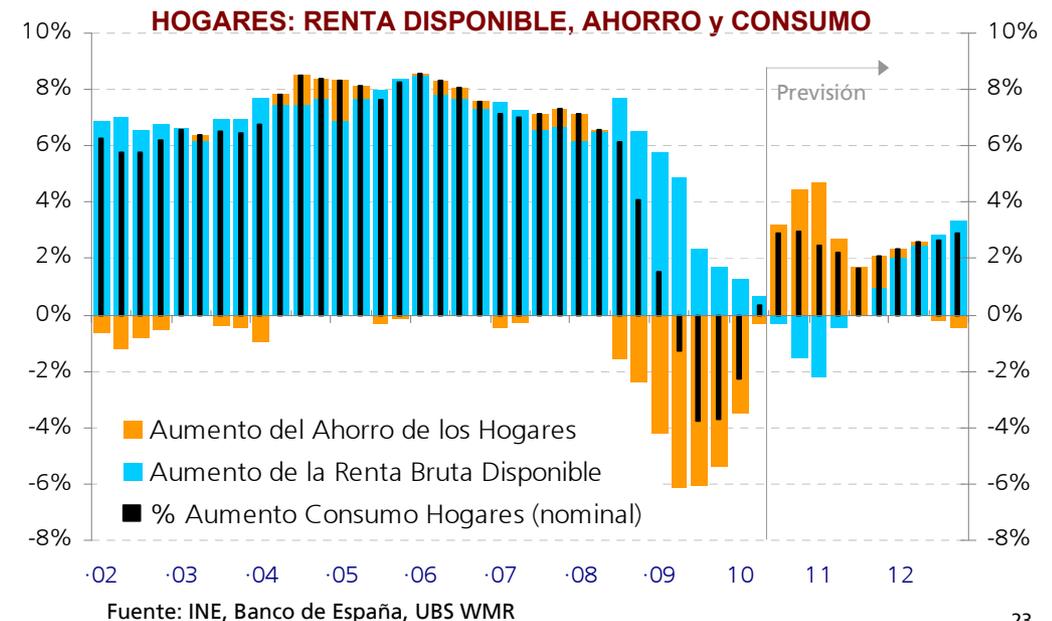
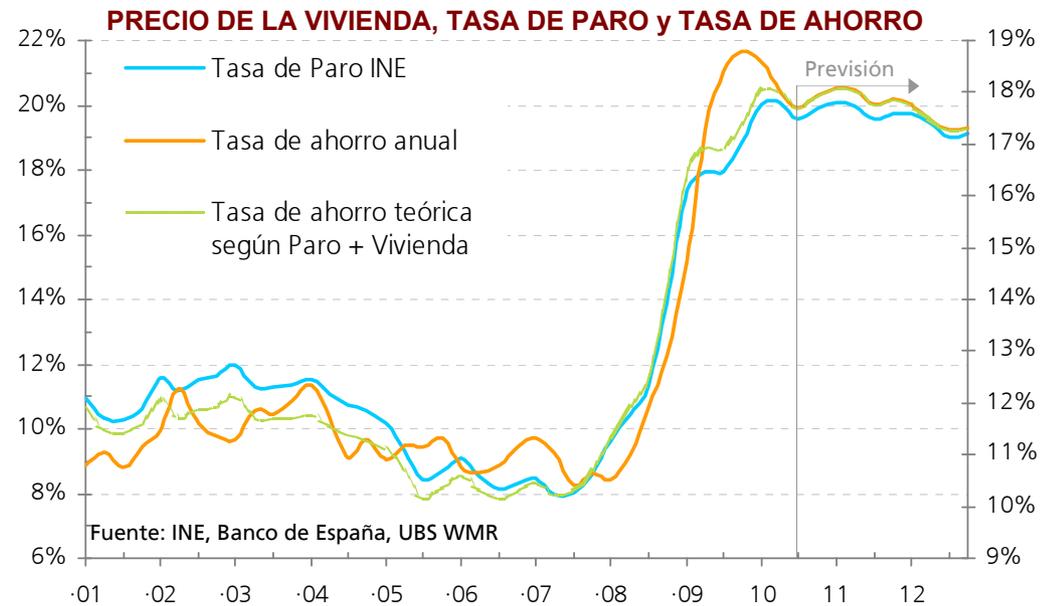
- ◆ El aumento de la tasa de paro y el final de la burbuja inmobiliaria han cambiado radicalmente los hábitos de ahorro de las familias:
 - Fuerte y rápida reducción del consumo en 12.000m€, liberando renta para el ahorro o la inversión
 - Desplome de la inversión en activos inmobiliarios en 38.000m€ (-37%)
 - Paso de un ahorro financiero neto negativo (necesidad de financiación de 26.000m€) a una capacidad de financiación anual de 77.000m€
- ◆ Los hogares españoles acumulan ahorro a un ritmo nunca visto, aunque se espera que se modere por el aumento de presión fiscal, lenta recuperación del consumo y estabilización del mercado laboral
- ◆ El ahorro neto supera el 5% del PIB en 2010 y 2011, contribuyendo a reducir el déficit exterior y a financiar el desfase presupuestario



España: endeudamiento privado

Hogares: la moderación de la tasa de ahorro sostendrá el consumo

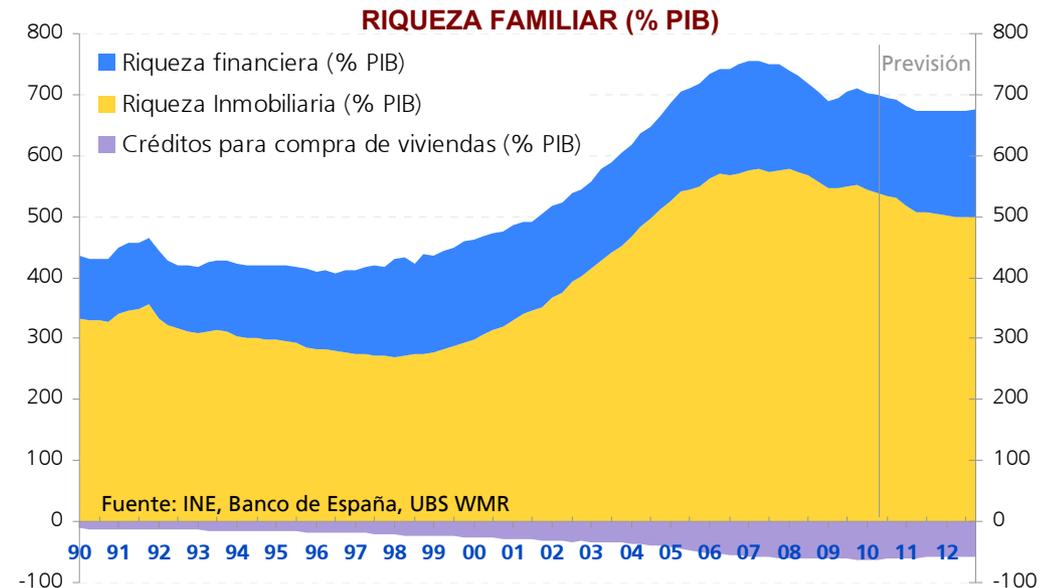
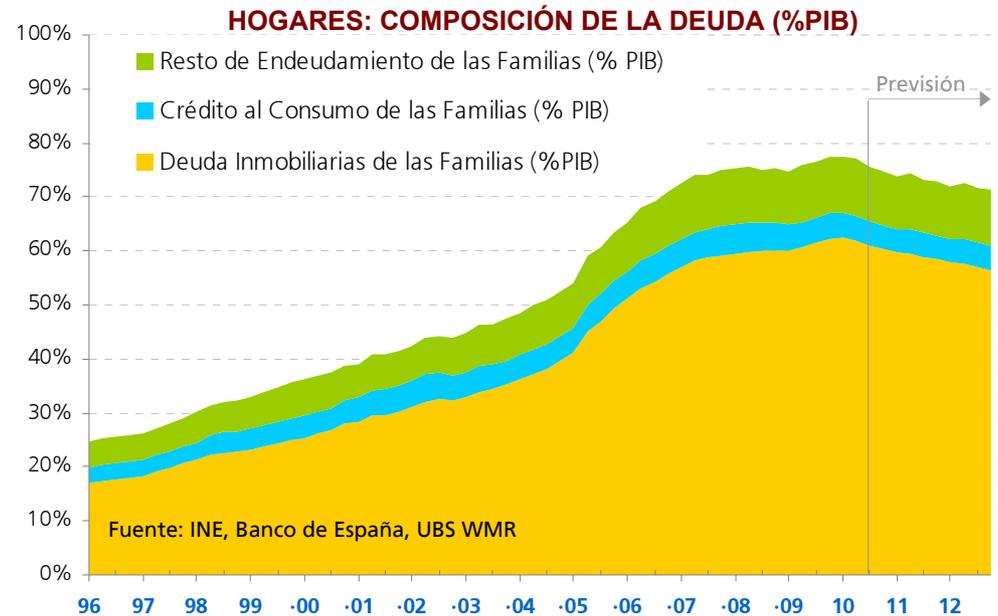
- ◆ La tasa de ahorro bruta (renta disponible tras el consumo para inversión financiera, reducción de deuda o inversión en capital fijo) de los hogares está directamente relacionada con la tasa de paro y con las perspectivas de evolución de los precios inmobiliarios
- ◆ El ahorro familiar osciló entre el 10% y 12% de la renta bruta disponible en las últimas décadas hasta que se disparó en 2008 para alcanzar el 18.8% a final de 2009
- ◆ La estabilización del empleo y del precio de la vivienda propiciará una gradual reducción de la tasa de ahorro hasta ~17% en 2011-12
- ◆ Esto permitirá que el consumo crezca algo por encima de la renta bruta disponible al aflorar parte de la demanda latente que retrasó la compra de bienes duraderos



España: endeudamiento privado

Hogares: ahorro y deuda concentrados en la vivienda

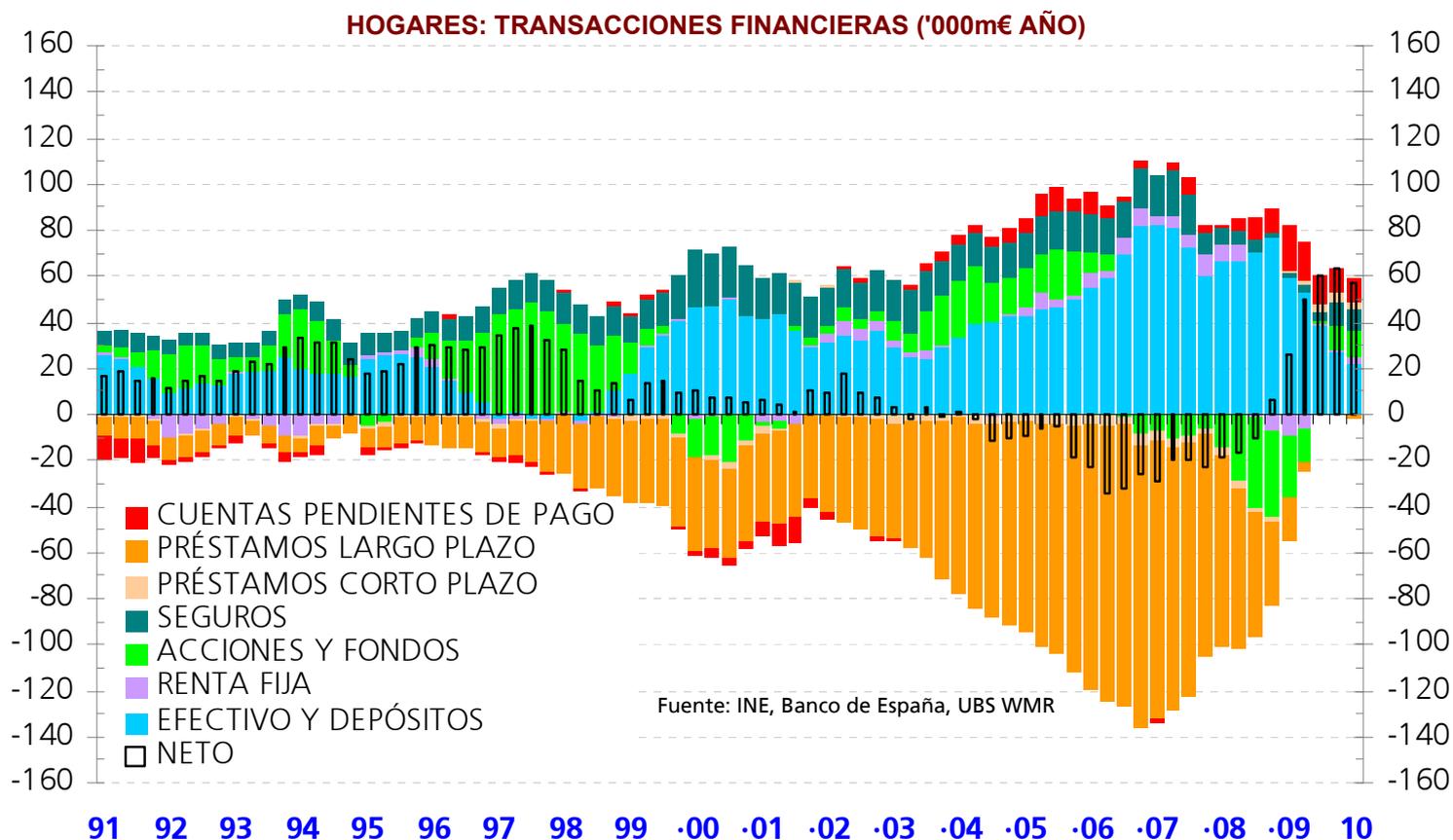
- ◆ Los hogares españoles triplicaron su endeudamiento en una década en relación al PIB y la renta disponible (x6 cifras nominales)
- ◆ La mayor parte está relacionada con la compra de vivienda, con un aumento moderado del crédito al consumo y para otros destinos
- ◆ Las familias españolas siguen concentrando casi el 80% de su ahorro bruto en inmuebles (75% si se deducen las hipotecas)
- ◆ Si se cumple el escenario de caída adicional del índice oficial de precio de la vivienda, la riqueza inmobiliaria seguiría reduciéndose hasta 2012 pero supondría aún el 75% del ahorro bruto (70% neto)
- ◆ Esto genera un "efecto riqueza" negativo que mantiene alta la tasa de ahorro y frena el consumo y el crecimiento del PIB



España: endeudamiento privado

Hogares: acumulación de ahorro financiero sin reducir deudas

- ◆ El giro drástico en las pautas de ahorro e inversión se manifiesta de forma curiosa en las transacciones financieras del conjunto de los españoles
- ◆ Los bajos tipos de interés y la deducción fiscal desincentivan la reducción de la deuda hipotecaria, que se estanca (el moderado crédito nuevo es compensado con la amortización recurrente) pero se reduce el crédito al consumo
- ◆ La capacidad de financiación se destina a liquidar cuentas pendientes de pago (pagos a plazos) y a acumular liquidez, depósitos bancarios y acciones y fondos



España: endeudamiento privado

Hogares: principal fuente de financiación para banca y AA.PP.

- ◆ Las familias acumulan 1.7 billones de euros en activos financieros (160% PIB) de los que 50.000m€ están directamente en renta fija
- ◆ Hay además ~85.000m€ en fondos de pensiones y ~120.000m€ en fondos de inversión. Esto significa que hay ~170.000m€ invertidos indirectamente en renta fija
- ◆ Los seguros son ~270.000m€ y el efectivo y depósitos ~830.000m€
- ◆ Parte de estos importes se acaban reciclando en la compra de deuda pública por parte de los bancos (que tenían 191.000m€ en deuda pública española), aseguradoras y fondos de inversión y pensiones
- ◆ El brusco aumento del ahorro de los hogares mejora la capacidad de financiación de las AA.PP., que dependen menos de la entrada de los inversores internacionales

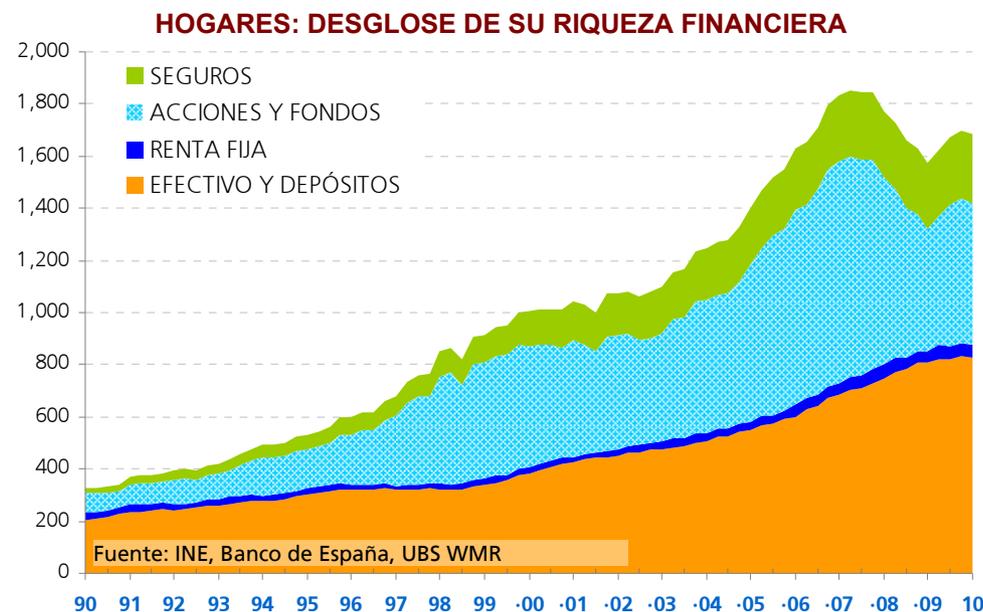
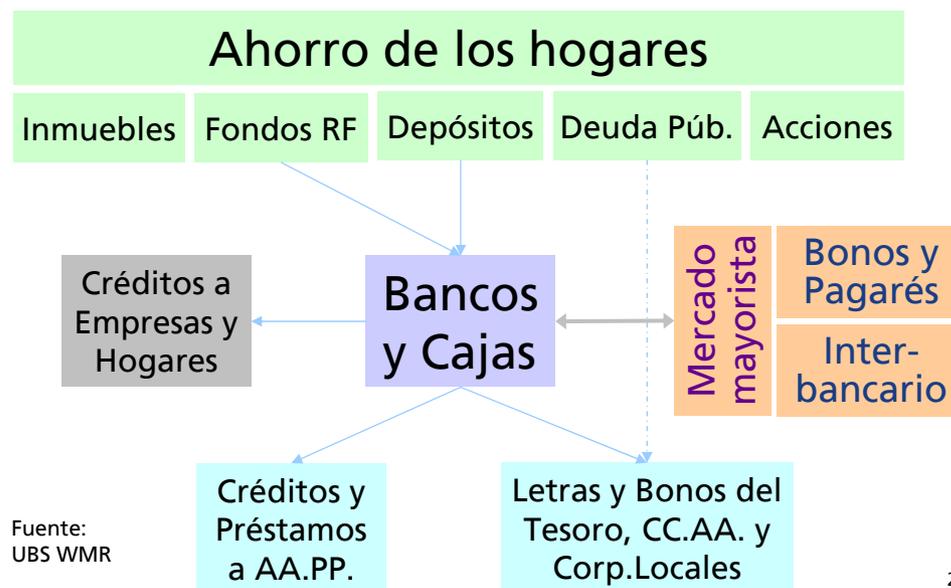


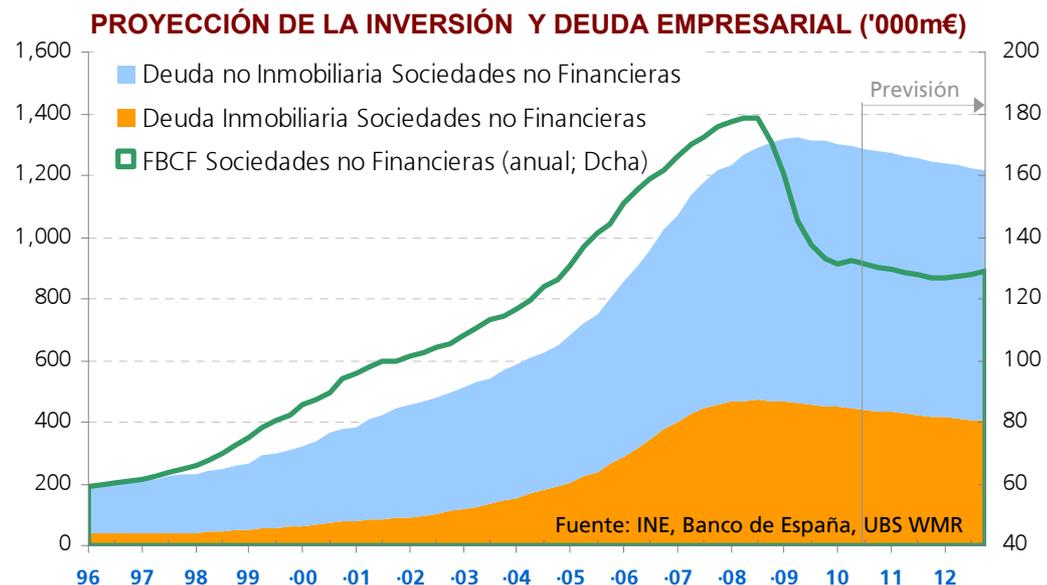
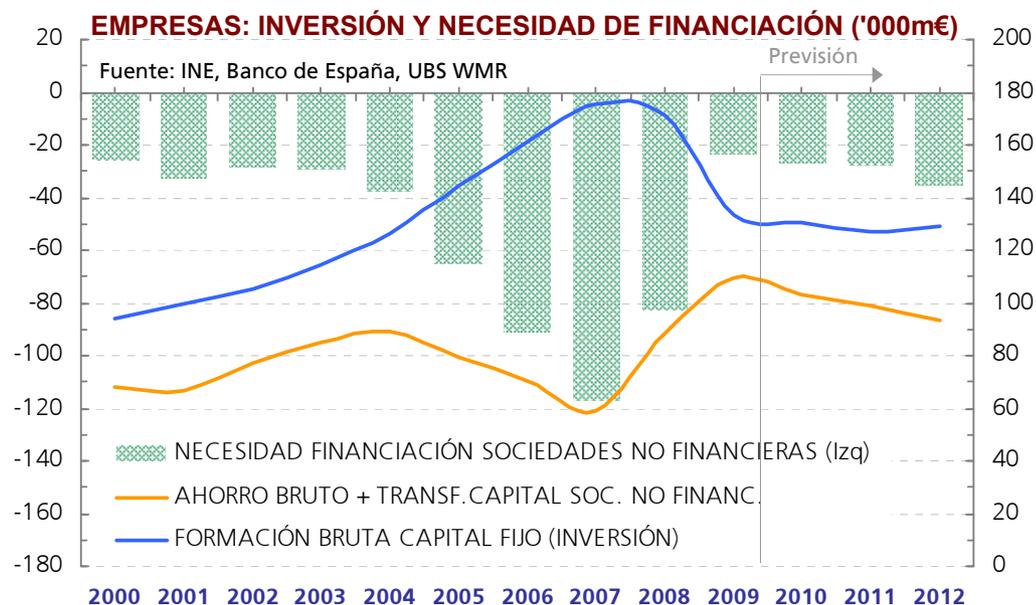
DIAGRAMA DE FINANCIACIÓN DE BANCOS Y AA.PP.



España: endeudamiento privado

Empresas: se hunde la inversión y cae la demanda de crédito

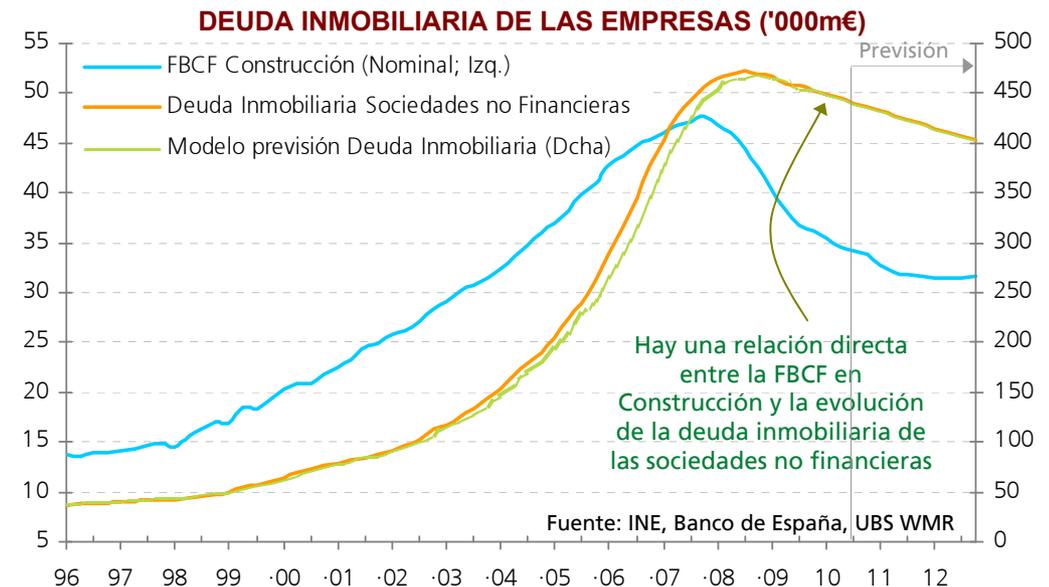
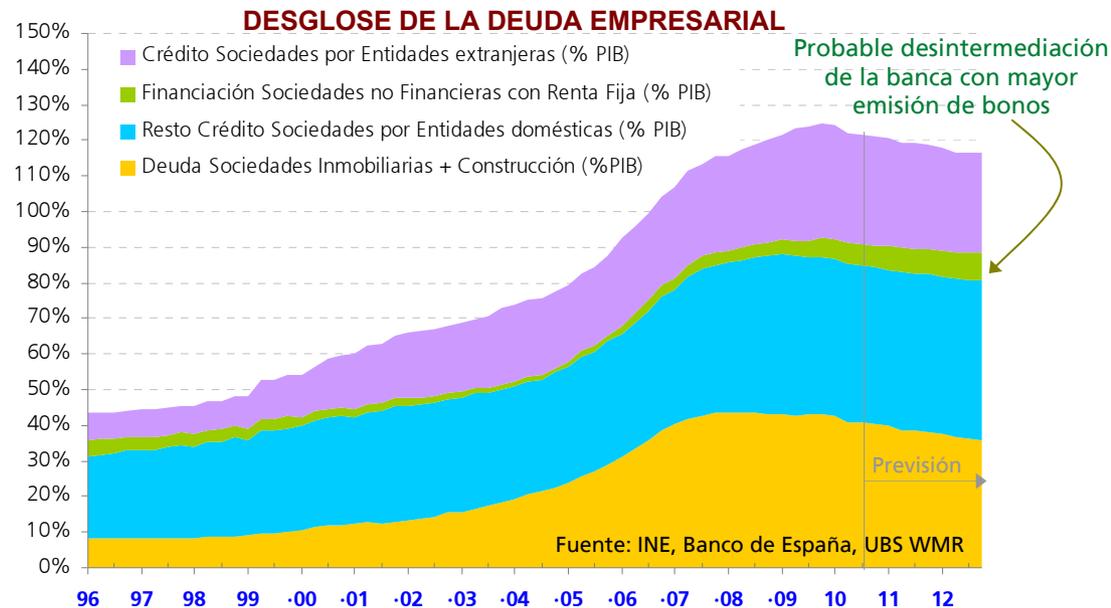
- ◆ Las sociedades no financieras han alterado también sus pautas de ahorro e inversión debido a:
 - Dificultad para obtener financiación
 - Giro en el ciclo inmobiliario
 - Exceso de capacidad productiva
- ◆ Paradójicamente, el excedente bruto de explotación ha mejorado en el arranque de la crisis por el desplome del pago de impuestos
- ◆ La formación bruta de capital fijo se ha reducido un 27%, y cabe esperar que apenas repunte por la caída adicional de la construcción y la baja utilización de capacidad
- ◆ La necesidad de financiación ha pasado de más de 100.000m€ en 2007 a cerca de 25.000m€
- ◆ Esto permite a las empresas ir reduciendo su endeudamiento a un ritmo que dependerá de la venta de los activos inmobiliarios



España: endeudamiento privado

Empresas: las inmobiliarias explican el mayor apalancamiento

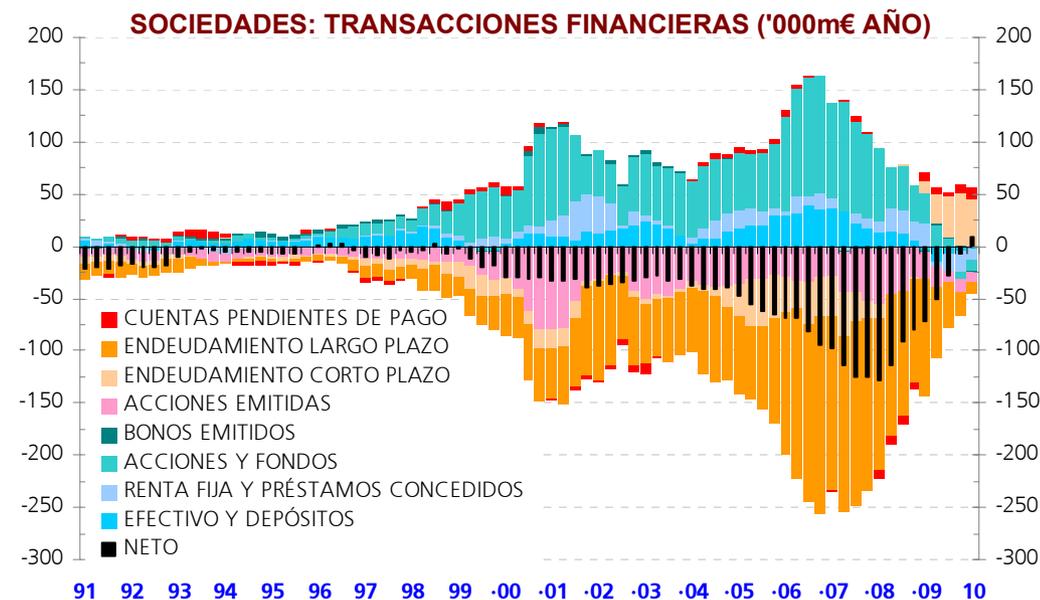
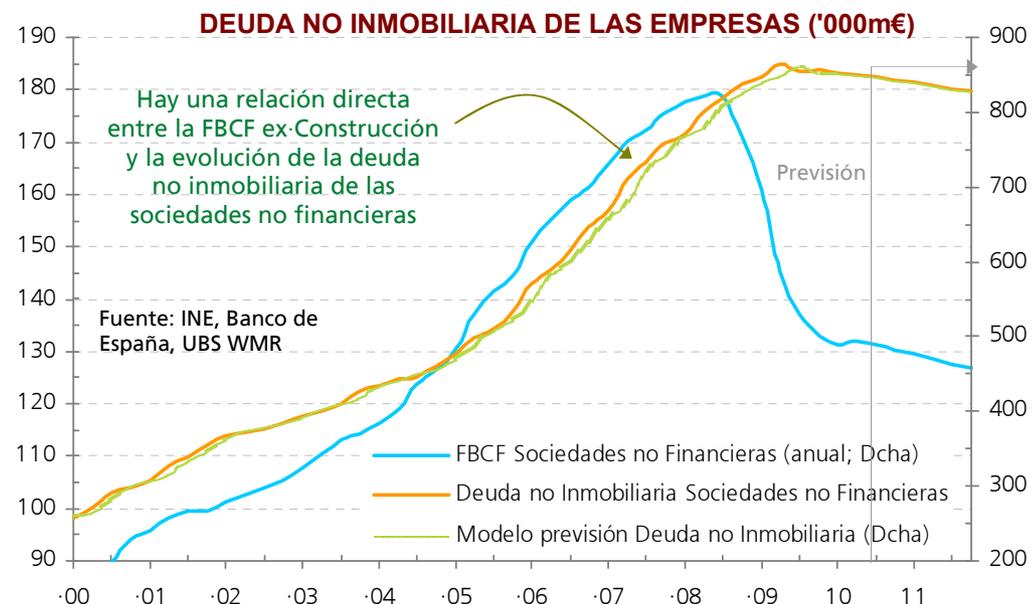
- ◆ El apalancamiento empresarial se triplicó entre 1997 y 2007 (x6 en términos nominales)
- ◆ Un 40% del endeudamiento se debe a actividades inmobiliarias o de construcción y otro 27% a los préstamos del extranjero, que en buena parte también han tenido un destino inmobiliario
- ◆ Un tercio de la nueva deuda está ligada a la financiación de otras actividades productivas: inversión en activos fijos o en circulante
- ◆ Es necesario acometer un proceso de desbancarización empresarial, con mayor emisión de bonos y menor dependencia de la banca
- ◆ El apalancamiento inmobiliario ya comienza a caer rápidamente, aunque el ritmo de devolución de la deuda va a depender de la capacidad de vender los activos



España: endeudamiento privado

Empresas: progresivo desapalancamiento financiero

- ◆ La reducción del endeudamiento de las compañías se concentrará probablemente en las hipotecas
- ◆ La deuda no inmobiliaria también irá disminuyendo, aunque más lentamente, porque es probable que la amortización de créditos supere a la necesidad anual de nueva financiación para FBCF
- ◆ La fuerte caída de la inversión y la restricción crediticia de la banca hacen que las empresas apenas demanden nueva deuda a largo
- ◆ La carestía del crédito y la caída de la demanda han llevado a las empresas a reducir su activo circulante y, por lo tanto, su endeudamiento a corto plazo
- ◆ Esta obsesión por desapalancarse provoca que las sociedades hayan dejado de acumular activos financieros: acciones y depósitos

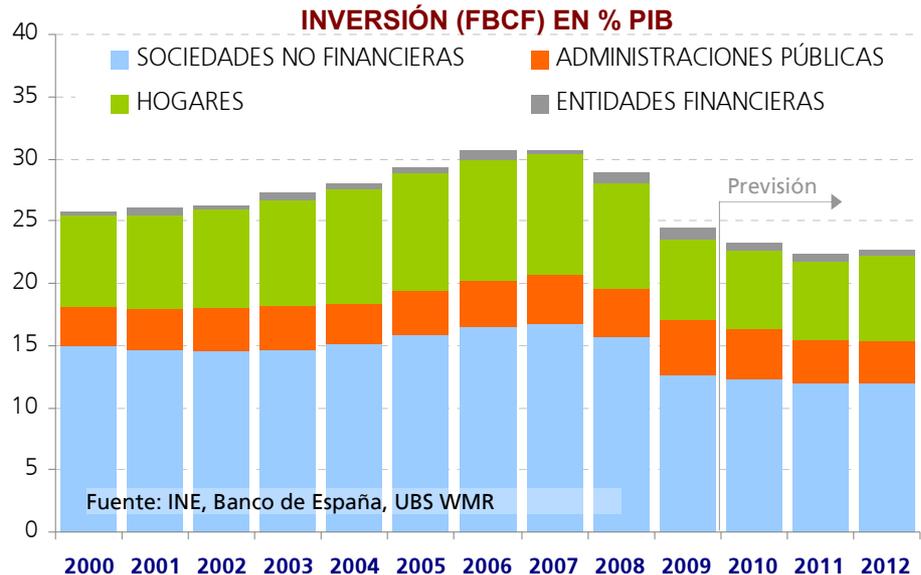
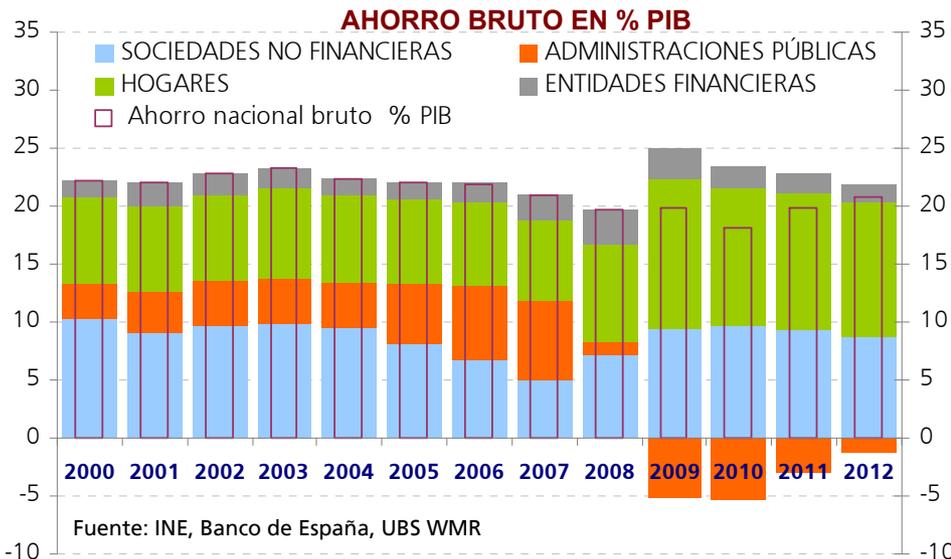
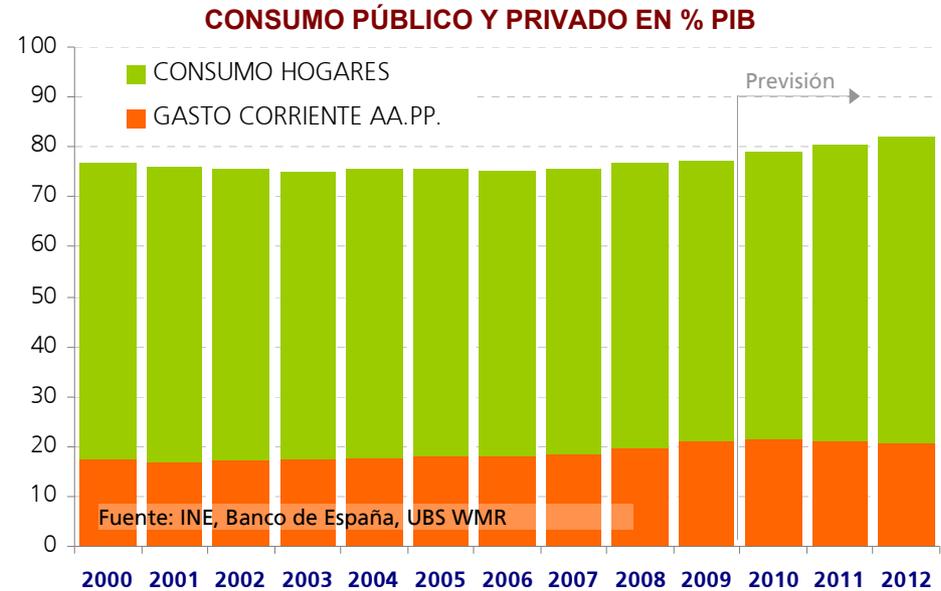


Fuente: INE, Banco de España, UBS WMR

España: endeudamiento privado

Conclusión: el exceso estaba en la inversión, no en el consumo

- ◆ Frente a la percepción subjetiva, los desequilibrios macroeconómicos acumulados por España no se han debido a un consumo desaforado
- ◆ Los problemas han sido generados por un exceso de inversión de los hogares, las familias y las AA.PP.
- ◆ Esta inversión, principalmente en inmuebles, en una fase de ahorro menguante, obligó a un masivo endeudamiento con el exterior

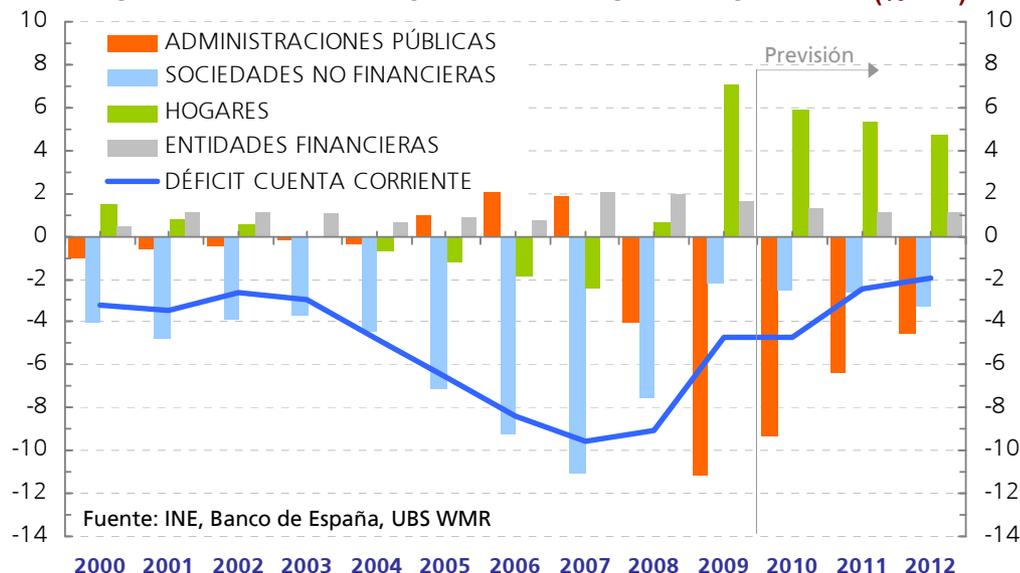


España: endeudamiento privado

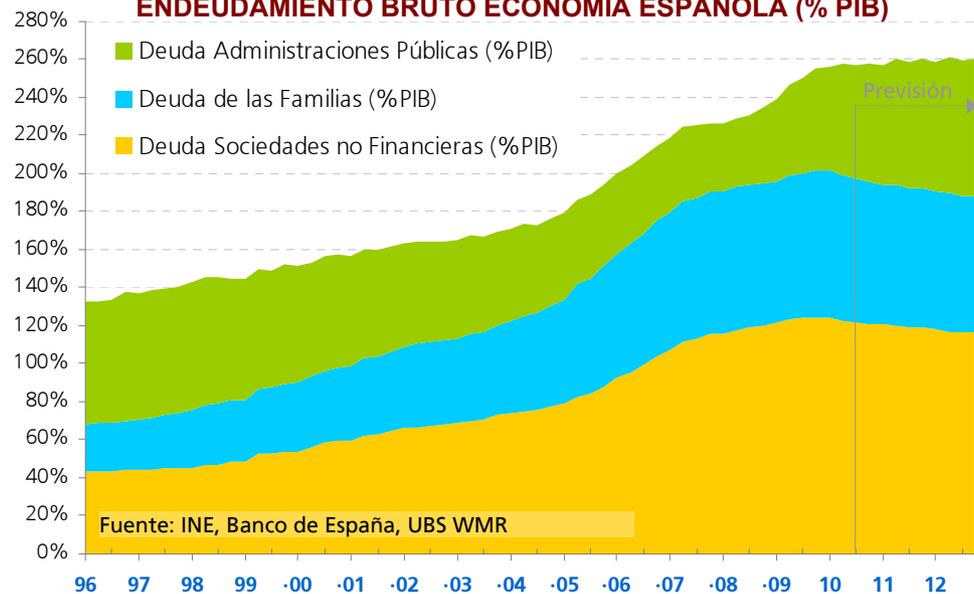
Conclusión: más ahorro interno y menor déficit exterior

- ◆ El periodo de sobreinversión y de acumulación explosiva de deudas ha finalizado súbitamente y da paso a un largo ciclo de ahorro y despalancamiento financiero
- ◆ En consecuencia, la balanza de pagos se está equilibrando a gran velocidad. El déficit por cuenta corriente, que llegó al 10% del PIB en 2008, rondará el 4.5% en 2010 y podría bajar del 2.0% en 2012 si se cumplen los objetivos de reducción del déficit público
- ◆ La crisis provoca un relevo entre los sectores privados -que ahorran más y reducen créditos- y el sector público que dispara su deuda
- ◆ El endeudamiento agregado de la economía española se estabiliza pero no logra bajar y se mantiene muy alto. La banca reducirá su dependencia exterior

NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT CUENTA CORRIENTE (% PIB)



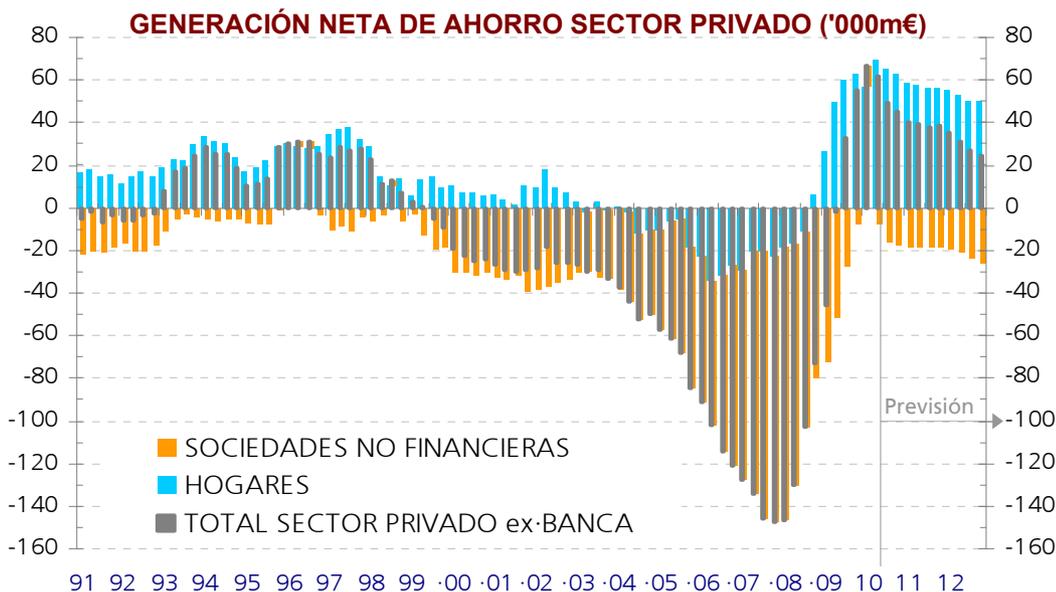
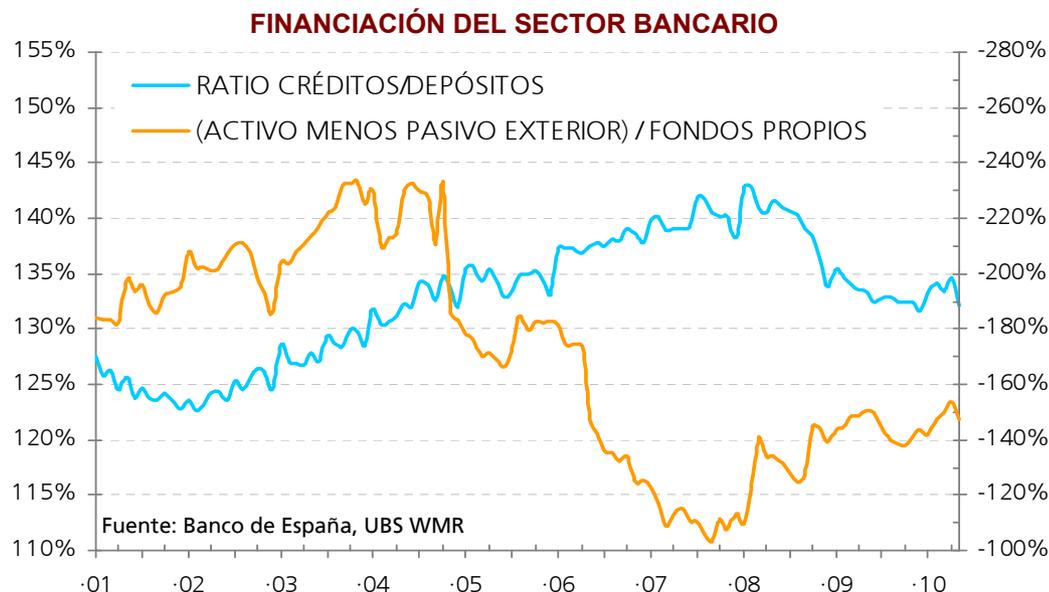
ENDEUDAMIENTO BRUTO ECONOMÍA ESPAÑOLA (% PIB)



España: endeudamiento privado

Conclusión: más recursos financieros para la banca y las AA.PP.

- ◆ El desapalancamiento de hogares y empresas trae aparejada una menor necesidad de recurrir al exterior (interbancario y bonos) de la banca: la devolución de deudas y el mayor ahorro reducirán el ratio créditos/depósitos que aún supera el 130%
- ◆ La menor dependencia de la financiación extranjera también beneficia a las Administraciones Públicas, que ven cómo aumenta la base de ahorro de los hogares
- ◆ La suma de familias y empresas españolas ha pasado de requerir unos 20.000m€ en 2007 a tener una capacidad de financiación de otros sectores (principalmente las AA.PP.) de 50.000m€ (5% PIB)
- ◆ Esto posibilita financiar la deuda pública aunque los extranjeros no aumenten sus compras

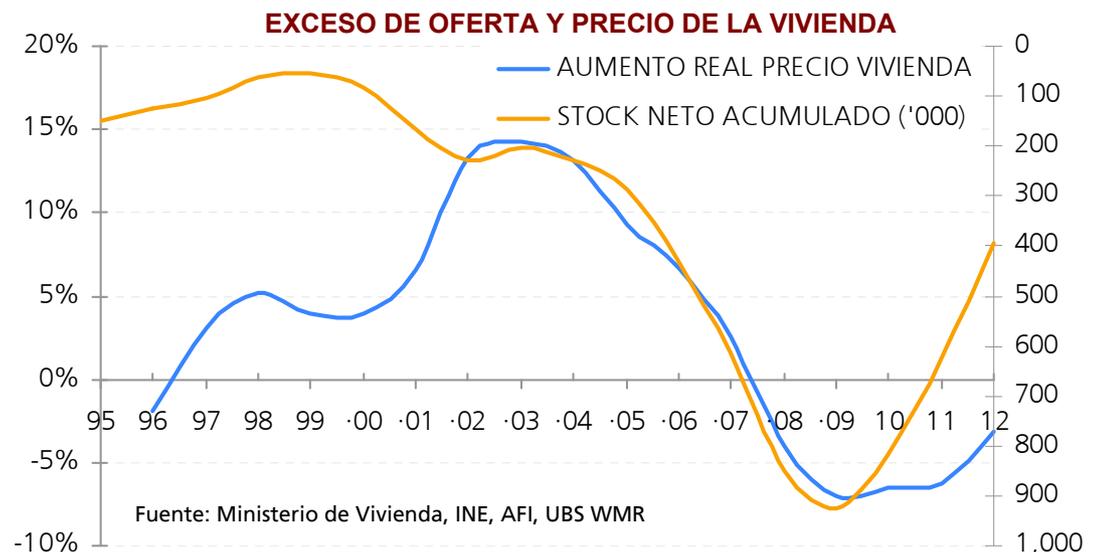
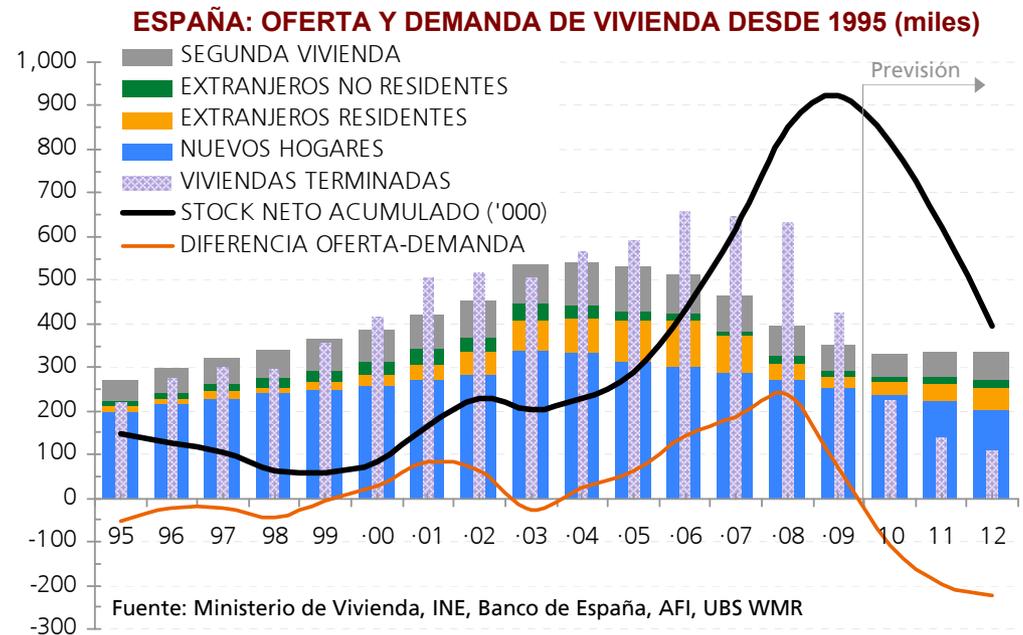


Fuente: INE, Banco de España, UBS WMR

España: mercado inmobiliario

Cuantificación de la demanda y oferta de vivienda

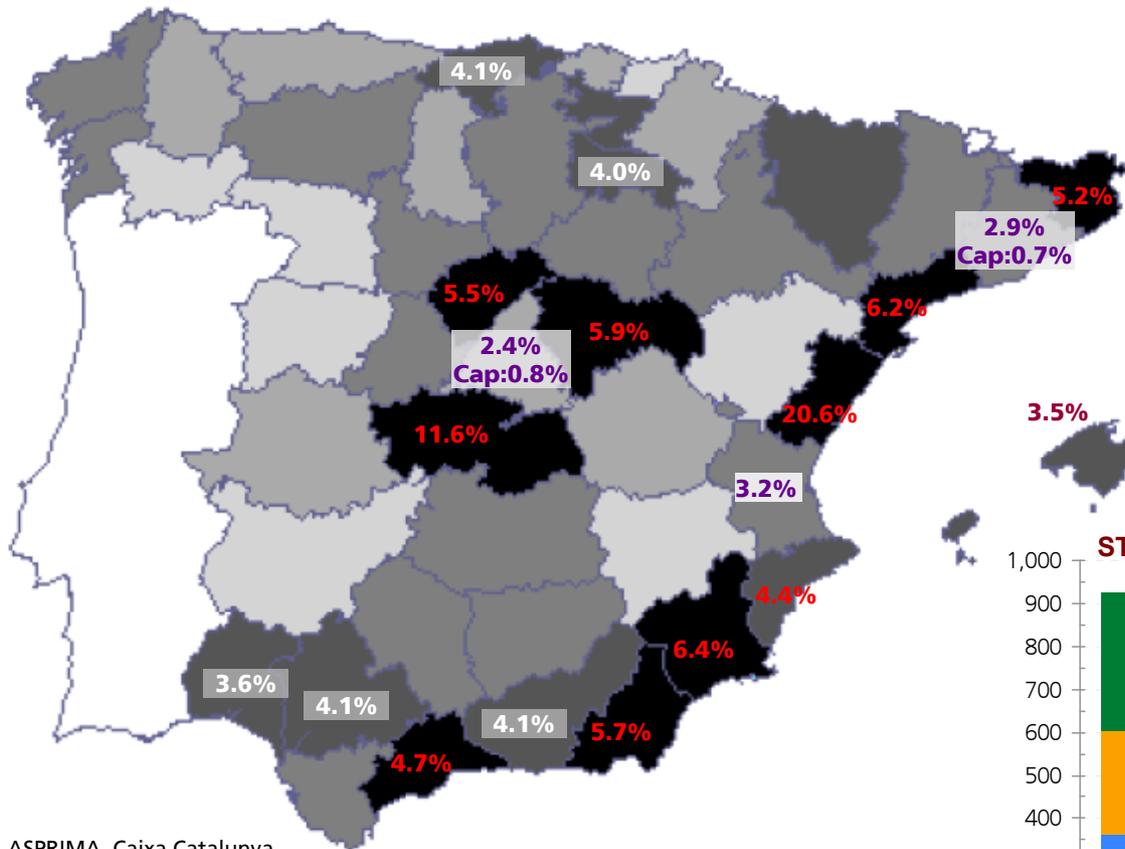
- ◆ Basándose en las proyecciones de inmigración y de creación de hogares del INE, la demanda "natural" ha bajado desde más de 500.000 hasta 330.000 al año:
 - Nuevos hogares de los españoles (~90.000 unipersonales) **~220.000**
 - Inmigrantes residentes (turistas y trabajadores) **~30/50.000**
 - Segunda residencia **~50/60.000**
 - No residente vacacional **<20.000**
- ◆ El desplome de la construcción, con menos de 150.000 viviendas terminadas en 2011 y 2012 hace que se absorba rápidamente el inventario sobrante, que pasará de ~900.000 en 2009 a ~600.000 en 2011 y unas 400.000 en 2012
- ◆ Exceso de oferta heterogéneo por emplazamiento y segmento, por lo que los precios ya están tocando suelo en varios lugares



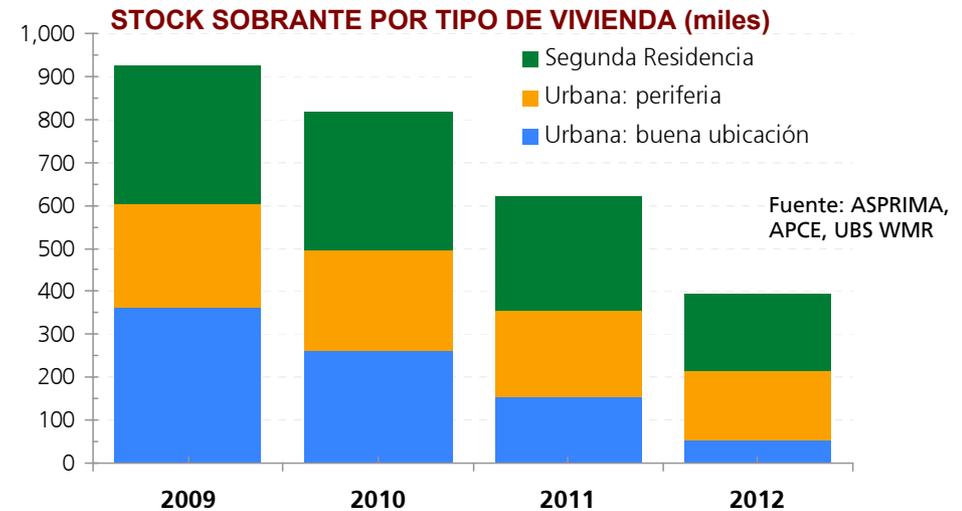
España: mercado inmobiliario

Cuantificación de la oferta de vivienda

ESTIMACIÓN DEL STOCK DE VIVIENDA SIN VENDER EN 2009 (% PARQUE TOTAL)



- ◆ El volumen de vivienda en venta es muy heterogéneo y se concentra en el Mediterráneo y en la periferia de Madrid
- ◆ Aunque hay zonas que pueden tardar una década en absorber la oferta, el stock urbano mejor ubicado comienza a bajar y podría desaparecer hacia 2012, lo que explica la estabilización de los precios en algunas localizaciones y segmentos

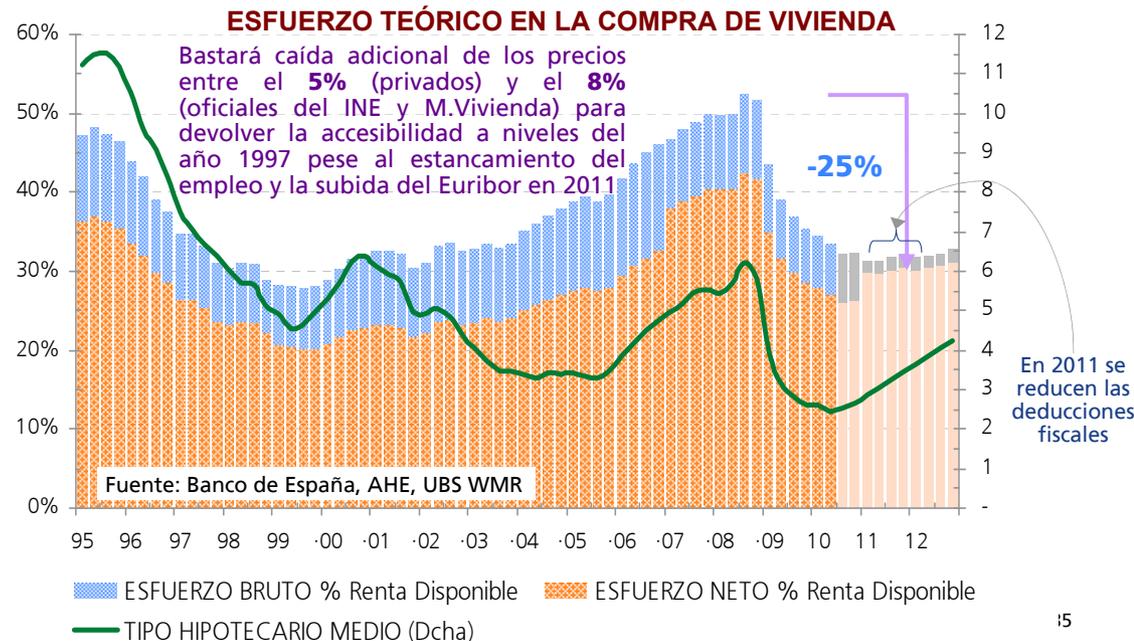
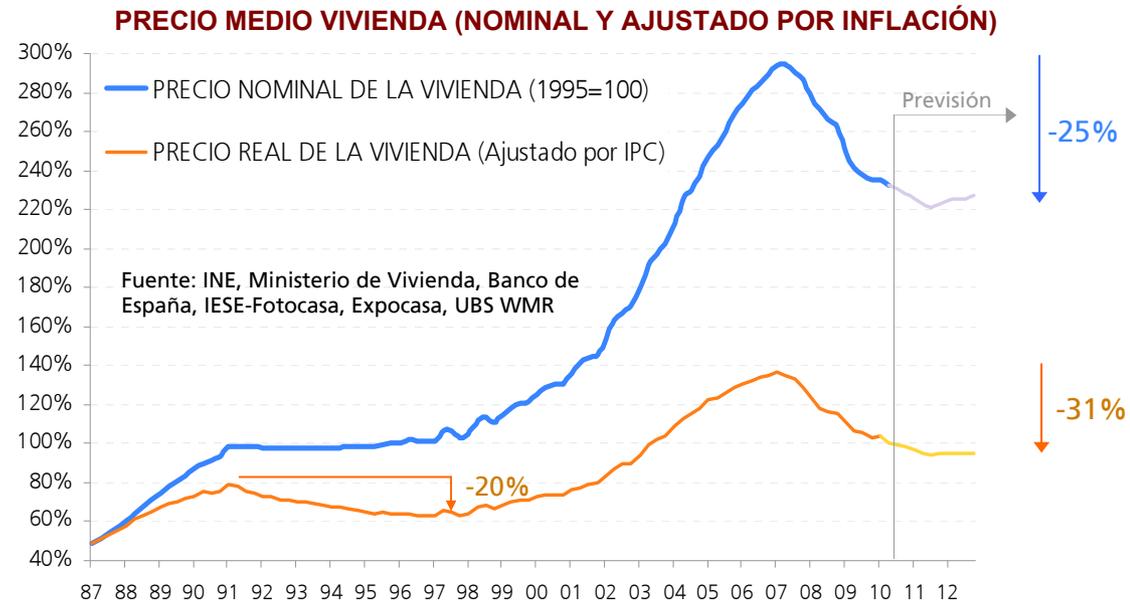


Ejercicio teórico basado en el estudio de ASPRIMA y APCE que estima que el 40% de las viviendas sin vender corresponden a primera vivienda en ubicación y segmento adecuados, un 25% a viviendas en la periferia y un 35% a edificación destinada a segunda residencia. En este ejercicio, el 60% de la demanda de primera vivienda absorbería el stock mejor ubicado y el 40% periferia

España: mercado inmobiliario

El precio de la vivienda hará suelo en 2011

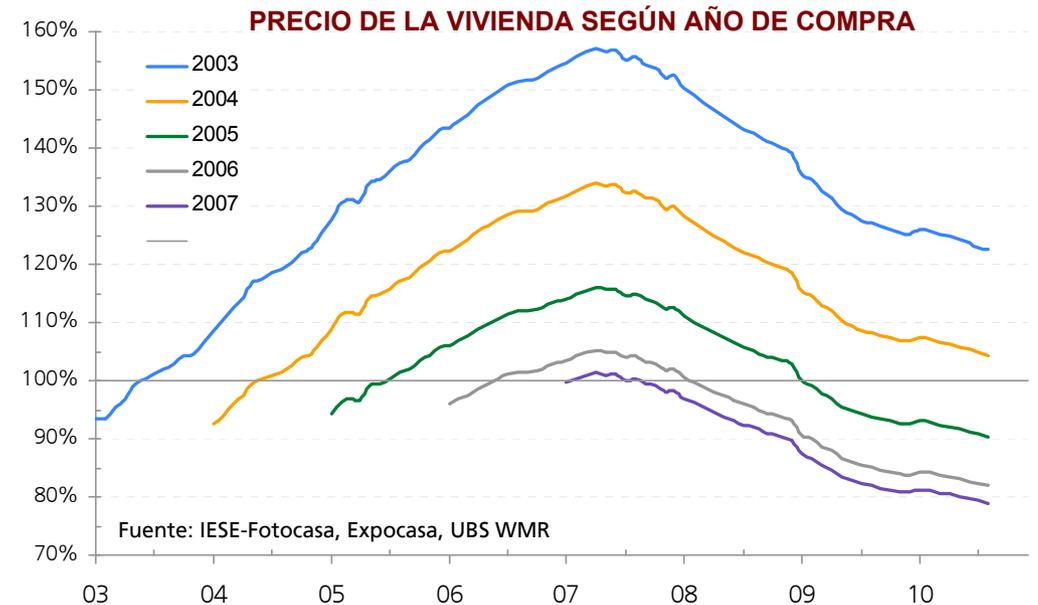
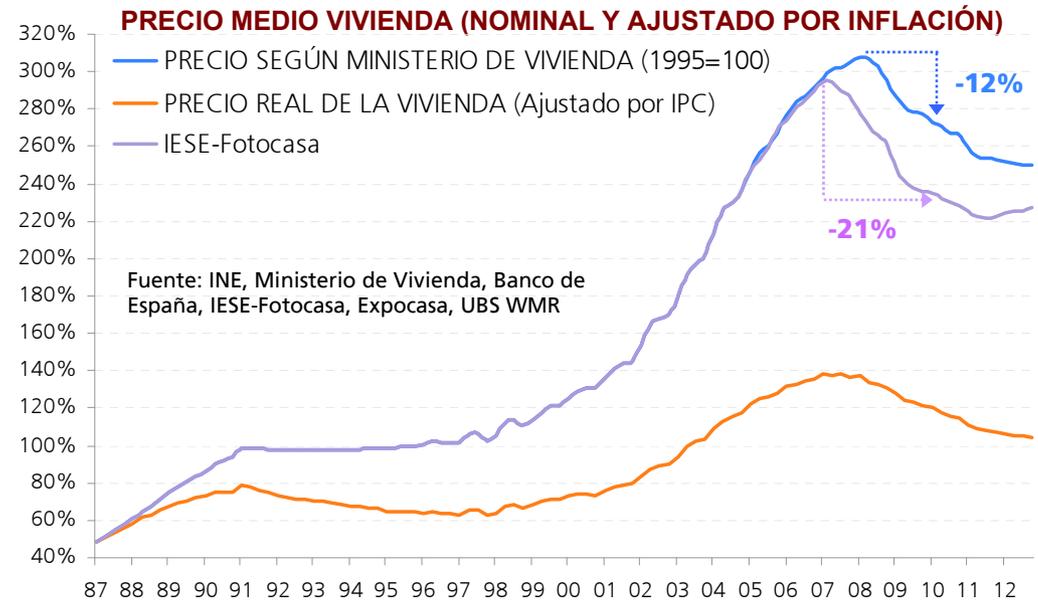
- ◆ Según varias agencias privadas, el precio medio de la vivienda habría caído ya un 21% desde el pico de la burbuja (sólo el 12% según el Ministerio de Vivienda)
- ◆ El descenso es mucho mayor en las costas y barrios periféricos que en los centros urbanos
- ◆ Empleando el modelo del Banco de España de accesibilidad de la vivienda (con las previsiones de UBS WMR de empleo, inflación y tipos), para volver al nivel del inicio del ciclo en 1998 haría falta un desplome nominal del 25% (un 5% adicional en los índices privados y un 8% en los oficiales) y un ~30% real
- ◆ El alto paro, la elevada oferta y las subidas de tipos a partir de 2011 impedirán un rebote significativo de los precios



España: mercado inmobiliario

Los índices privados muestran un ajuste de precios muy avanzado

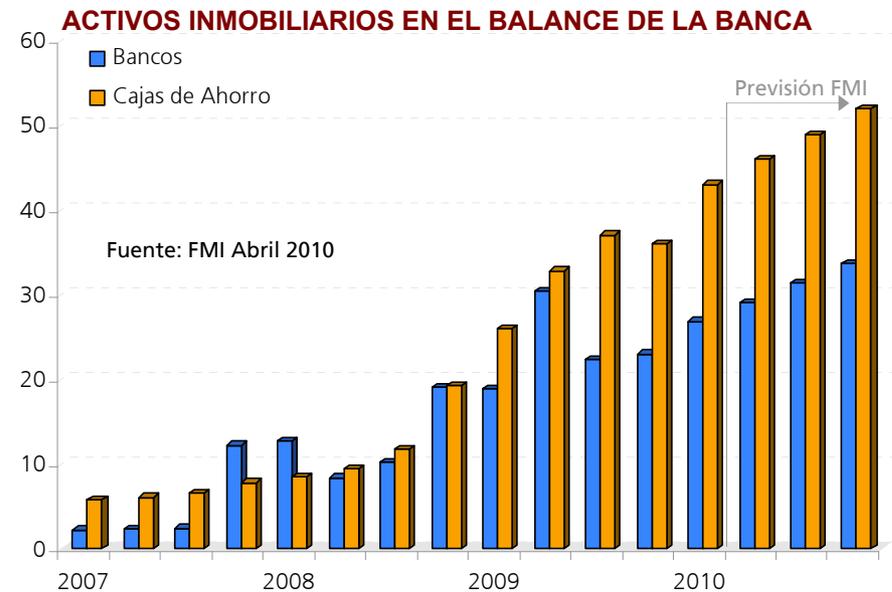
- ◆ La metodología de los índices oficiales de precio medio de la vivienda hace que reflejen con retraso la dinámica real del mercado inmobiliario:
 - Los precios tocaron techo ya en el 2ºT07 y no en el 1ºT08
 - La caída de precios desde el pico ha sido del 21% y no del 12%
- ◆ Así, el ajuste de precios estaría muy avanzado para volver a un nivel sostenible de accesibilidad para los nuevos hogares
- ◆ La velocidad de ajuste depende de varios factores que apuntan a que la "limpieza" se acelerará en los próximos meses:
 - Efecto de la eliminación parcial de la deducción en IRPF
 - Efecto de las subidas de IVA e ITP
 - Ritmo de liquidación de stocks en poder de bancos y cajas
 - Calendario de subidas de tipos



España: mercado inmobiliario

El sector financiero se erige en el actor clave del mercado

- ◆ El Banco de España y el FMI calculan que bancos y cajas habían acumulado terrenos e inmuebles por adquisición o dación en pago por 59.700m€ a final de 2009, que se elevaría a ~84.500m€ en 2010 (52.000m€ Cajas; 33.500m€ Bancos)
- ◆ Falta el detalle de las tenencias, que sólo ha sido facilitado por unos pocos bancos y cajas
- ◆ Extrapolando la poca información disponible, la mitad corresponde a oficinas, naves y suelo sin edificar y sólo el 36% a viviendas terminadas
- ◆ Una estimación preliminar apunta a que la banca española poseería unas 190.000 unidades destinadas a primera vivienda y 90.000 de uso vacacional, lo que supone un tercio del stock de vivienda sobrante
- ◆ Otras 160.000 viviendas estarían sin terminar: más oferta potencial



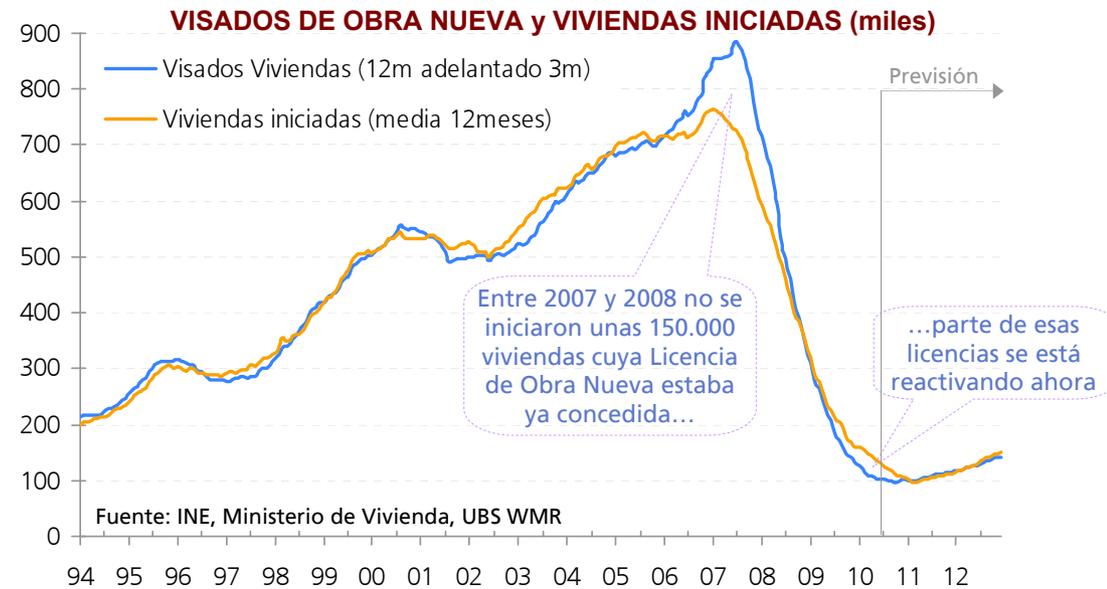
VALORACIÓN DE LOS ACTIVOS INMOBILIARIOS DE LA BANCA



España: mercado inmobiliario

La actividad se estabilizará en mínimos a principios de 2011

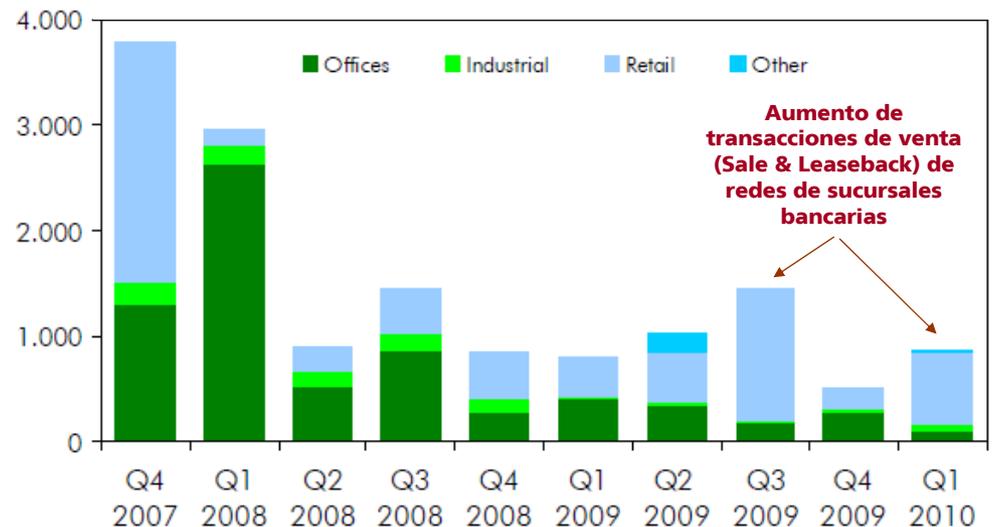
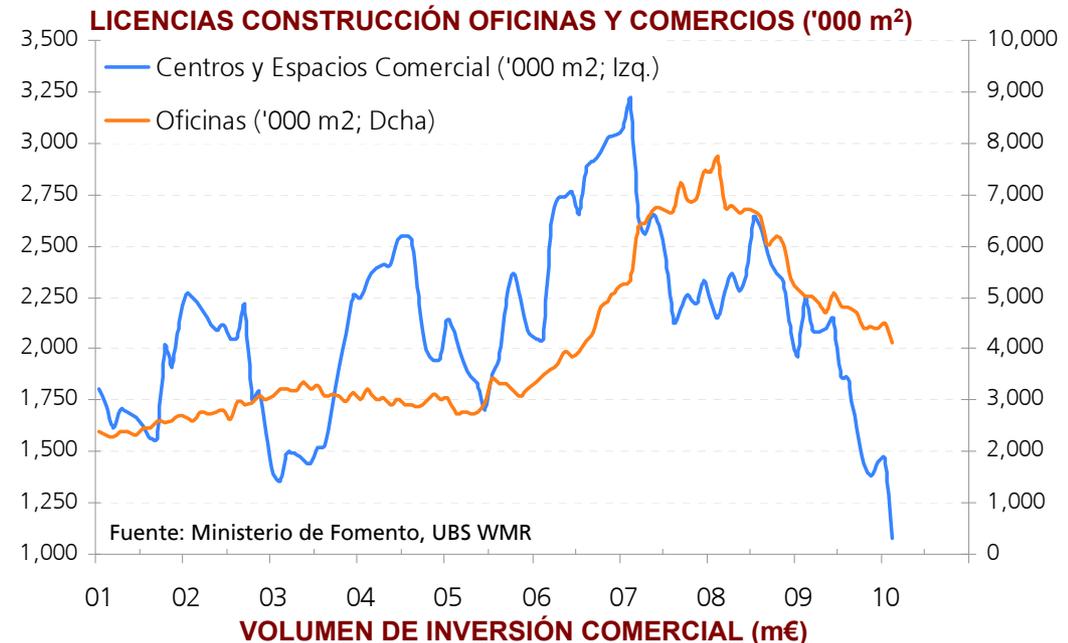
- ◆ En 2010 y 2011 se iniciarán sólo unas 110.000 viviendas (760.000 en 2006). Este año se acabarán ~220.000 pero en 2011-12 no llegarán a 150.000, reduciendo rápidamente el exceso de oferta
- ◆ Estas previsiones se basan en que la VPO pueda representar casi la mitad de la nueva obra en 2010 y 2011. Si no es así, el punto más bajo del ciclo se retrasaría a 2012
- ◆ La cifra de viviendas en proceso de construcción (y el empleo) tocará suelo mediado 2010, para recuperarse lentamente en 2011
- ◆ Aunque no hay estadísticas específicas, habría unos 150.000 visados de obra sin ejecutar y unas 100.000 viviendas cuya construcción se habría interrumpido a la espera de financiación o de reaparición de la demanda



España: mercado inmobiliario

Edificación comercial: desplome de construcción y transacciones

- ◆ En tanto que la construcción residencial está muy avanzada en su redimensionamiento y ya se aproxima al mínimo de actividad, lo peor está aún por llegar en el resto de la construcción: obra civil, edificación pública no residencial y edificación comercial e industrial
- ◆ El INE no desglosa los volúmenes de actividad, pero el desplome de las licencias municipales de nueva construcción y de la licitación de obra pública llevan a pensar que el nivel mínimo de actividad se retrasará a 2012, como pronto
- ◆ La menor obra pública frena la actividad en toda la construcción
- ◆ El exceso de oferta de oficinas, de centros y locales comerciales y de instalaciones industriales es enorme y podría tardar un lustro en ser absorbido por la demanda



Fuente: CB Richard Ellis

España: mercado inmobiliario

Edificación comercial : alarmante exceso de oferta de oficinas

- ◆ La burbuja inmobiliaria se propagó también al mercado de oficinas con la combinación de demanda final y de inversión financiera, impulsando los precios y la nueva construcción
- ◆ La nueva oferta aún supera a la capacidad de absorción y sigue deprimiendo los precios
- ◆ Tan solo en Madrid y Barcelona hay 2 millones m² de oficinas vacantes concentrados en la periferia

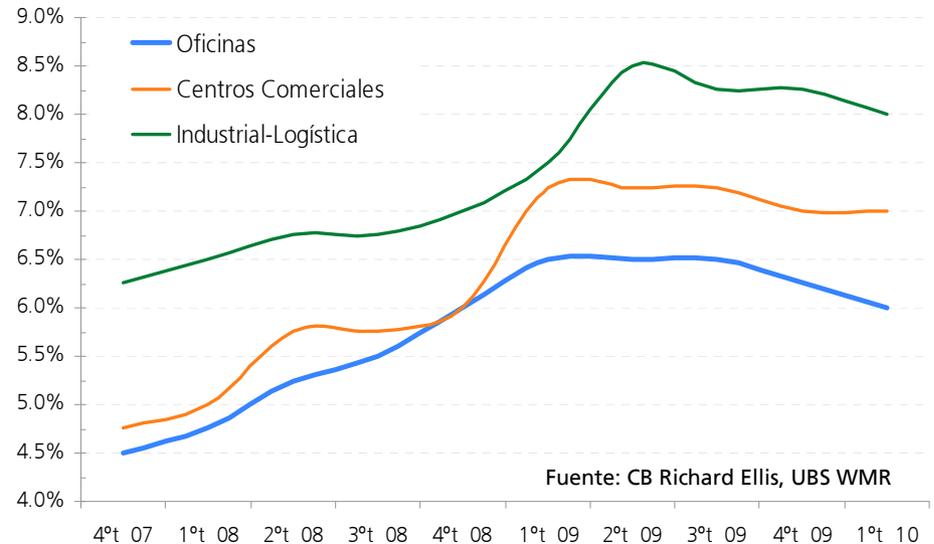
ÁREA DE OFICINAS DISPONIBLES (% PARQUE TOTAL)

Zona	Parque (m ²)	Absorción (m ²)	Disponibilidad (% parque)	Oferta futura* (m ²)	Renta Prime (€/m ² /mes)
Área Central de Negocios	3.323.168	22.825	5,44%	109.471	29,00
Central Secundaria	2.439.165	23.178	4,20%	14.430	22,50
MADRID					
Autovía A-1	2.282.514	23.763	19,77%	94.274	16,50
Autovía A-2	2.177.671	17.416	11,58%	90.862	16,00
Autovía A-6	1.098.228	1.949	6,94%	38.993	14,50
Periferia	469.550	2.395	39,49%	78.738	9,00
Total Madrid	11.790.296	91.527	10,59%	426.768	29,00
BARCELONA					
CBD	806.799	2.301	8,51%	3.220	20,00
Centro Ciudad	2.477.023	15.343	5,23%	18.000	16,50
NBA	992.692	22.982	28,76%	100.953	16,50
Periferia	1.135.148	8.888	23,04%	56.300	12,50
TOTAL	5.411.662	49.515	13,77%	178.473	20,00

*Oferta Futura, 2010 y 2011

Fuente: CB Richard Ellis

RENTABILIDAD ESTIMADA ACTIVOS PRIME



Fuente: CB Richard Ellis, UBS WMR

ÁREA DE OFICINAS DISPONIBLES (% PARQUE TOTAL)



Fuente: ASPRIMA, CB Richard Ellis, UBS WMR

España: mercado inmobiliario

Edificación comercial: tras el desplome, estabilización de precios

- ◆ El exceso de oferta, la debilidad de la demanda final y la restricción crediticia hacen que España se retrase en la recuperación del mercado no residencial
- ◆ Tras el desplome de los alquileres y precios, UBS espera que los precios medios se estabilicen en 2010, con leve recuperación ya en *Prime* pero con probable caídas adicionales en los segmentos de menor calidad



EUROPA: PRECIO DE LAS OFICINAS

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	
France	0%	2%	6%	15%	12%	-8%	-15%	0%	-22%	3%	4%
Germany	-3%	-4%	-5%	-5%	-1%	-5%	-8%	0%	2%	2%	
Netherlands	-2%	-2%	0%	4%	5%	-6%	-9%	0%	2%	2%	
Spain	6%	13%	10%	11%	6%	-41%	-11%	0%	-48%	2%	4%
Nordics	-5%	-2%	3%	6%	7%	-6%	-5%	-1%	2%	2%	
Switzerland	1%	2%	1%	2%	3%	1%	1%	0%	2%	2%	
UK	-4%	6%	11%	18%	-8%	-27%	-7%	-38%	4%	3%	

EUROPA: PRECIO DE CENTROS Y LOCALES COMERCIALES

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	
France	4%	7%	18%	17%	16%	-3%	-14%	0%	-17%	3%	3%
Germany	-1%	-3%	-2%	0%	4%	-5%	-6%	0%	2%	2%	
Netherlands	2%	3%	6%	8%	7%	-1%	-7%	0%	3%	3%	
Spain	7%	21%	3%	16%	0%	-27%	-15%	-5%	-41%	3%	5%
Nordics	-1%	1%	7%	10%	9%	-5%	-4%	-1%	2%	2%	
Switzerland	1%	2%	1%	2%	3%	1%	1%	0%	2%	2%	
UK	9%	15%	13%	11%	-12%	-28%	-9%	-42%	4%	3%	

Economía española: sistema financiero

Exposición inmobiliaria del sector financiero español

- ◆ El FMI ha hecho una simulación de las pérdidas que podría sufrir el sistema financiero español, distinguiendo bancos y cajas
- ◆ En el escenario base, la elevada cifra de provisiones ya dotadas permitiría soportar una tasa de morosidad del 6% con pérdidas del 25% en los créditos en mora y del 40%-45% de los inmuebles y terrenos adjudicados
- ◆ Los todavía elevados beneficios de explotación darían margen para mejorar la solvencia e incluso pagar dividendos
- ◆ En un escenario adverso con una morosidad del 7.4%, pérdidas del 45% en fallidos y del 55%-60% en inmuebles, la merma en fondos propios sería grave (42% cajas y 26% bancos) y requeriría más inyecciones de capital del FROB

ESCENARIOS DE MOROSIDAD Y PÉRDIDAS

	Todos los datos en '000mEUR					
	Escenario Base FMI		Escenario Adverso FMI			
	Bancos	Cajas	Bancos	Cajas		
1	Crédito total	798	882	798	882	
2	Crédito en mora 2011	50	53	62	62	
3	Provisiones ya dotadas	23	26	21	23	
4	Pérdida en Créditos en mora (%)	25%	25%	45%	45%	
5	Pérdidas por morosidad	-13	-13	-28	-28	(2) * (4)
6	Dotaciones - Pérdidas	10	12	-7	-5	(3) + (5)
7	Pérdidas por Titulizaciones	-4	-1	-4	-1	
<u>Incluyendo Inmuebles y Terrenos adquiridos</u>						
8	Adquisición de inmuebles hasta 2011	31	48	36	56	
9	Reservas ya dotadas por inmuebles	6	7	6	7	
10	Pérdida en Inmuebles (%)	40%	45%	55%	60%	
11	Pérdidas por Inmuebles	-13	-22	-20	-34	(8) * (10)
12	Dotaciones - Pérdidas	-7	-15	-14	-27	(9) + (11)
13	Total Dotaciones - Pérdidas	-1	-3	-26	-33	(6)+(7)+(12)
14	Beneficios previstos 2010-2012	52	39	41	31	
15	Recursos Netos generados	51	36	15	-2	(14) - (13)
16	Recursos Propios (2ºT 2009)	99	78	99	78	

Economía española: sistema financiero

Exposición inmobiliaria del sector financiero español

- ◆ El Banco de España publicó los datos agregados de exposición inmobiliaria del sector financiero español al final de 2009, con las siguientes conclusiones:
 - La exposición neta (excluidas las hipotecas residenciales) es de 402.000 millones de euros, de los cuales casi el 50% es declarado "problemático"
 - Las provisiones específicas cubren el 25% del importe de los créditos problemáticos
 - Si se suman todas las provisiones genéricas, el sector sería capaz de absorber una depreciación de los activos en garantía del 35% sin tener que dotar provisiones adicionales y, por lo tanto, sin sufrir un deterioro mayor de su cuenta de resultados
 - La generación de resultados recurrentes es aún fuerte y daría margen para absorber un aumento extraordinario de morosidad sin sufrir pérdidas ni deterioro de solvencia
 - La exposición y nivel de dotaciones es muy heterogénea entre los bancos y cajas plazo
- ◆ Se confirma la visión de UBS de que el problema no es de solvencia sino de baja rentabilidad durante varios años, con decenas de cajas en pérdidas

EXPOSICIÓN TOTAL A LA CONSTRUCCIÓN Y LA PROMOCIÓN INMOBILIARIA DEL SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL (Dic.09)

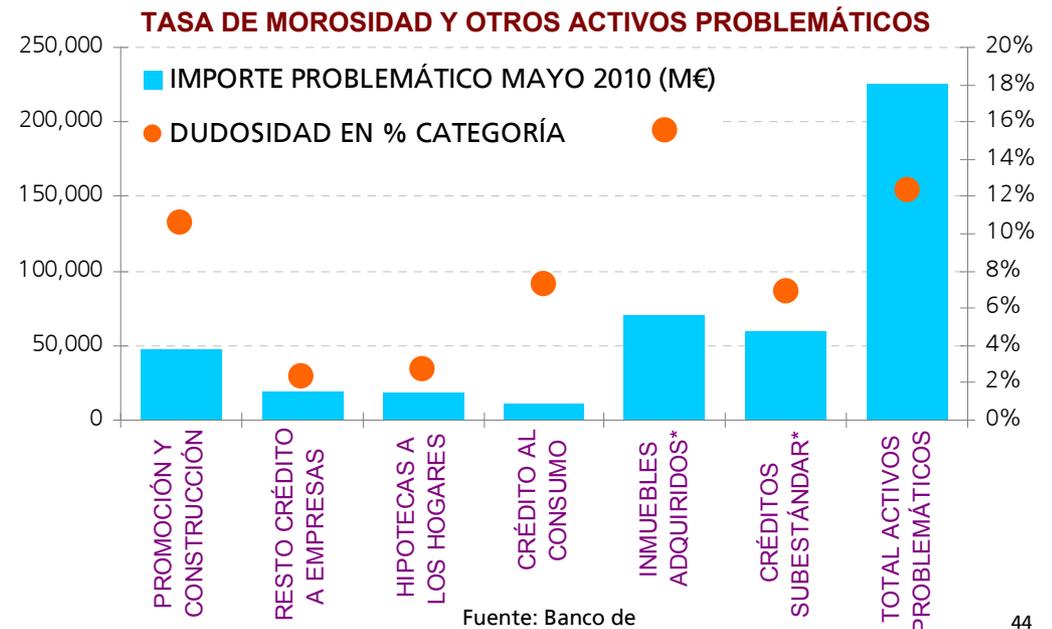
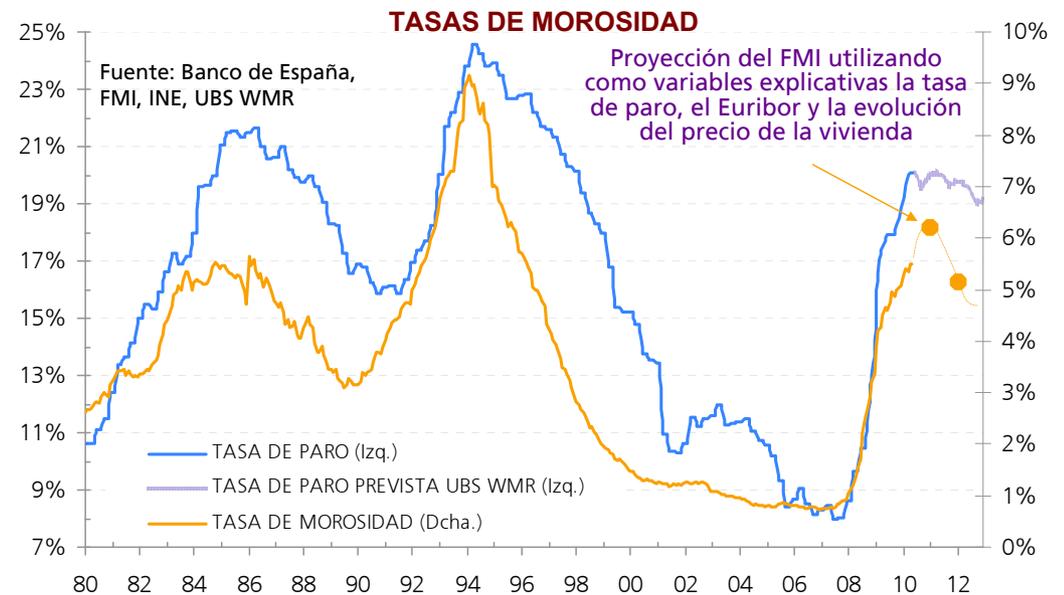


Pro memoria: Rdo. Explotación (antes de Provisiones e IS) 2009 **59.600m€ (36.0%)**

Economía española: sistema financiero

Morosidad publicada y riesgos ocultos

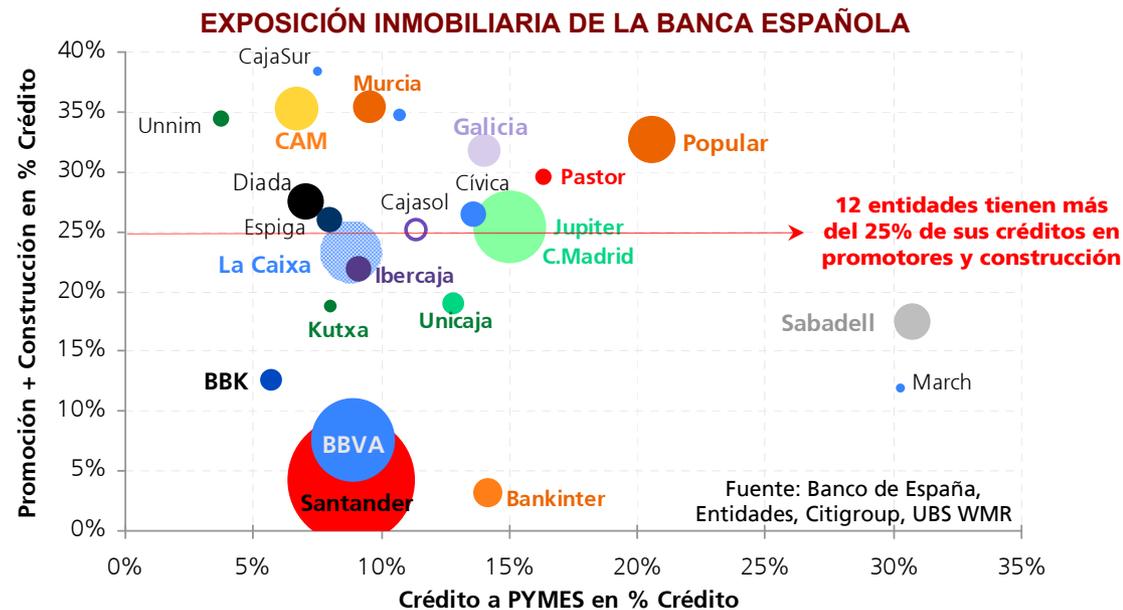
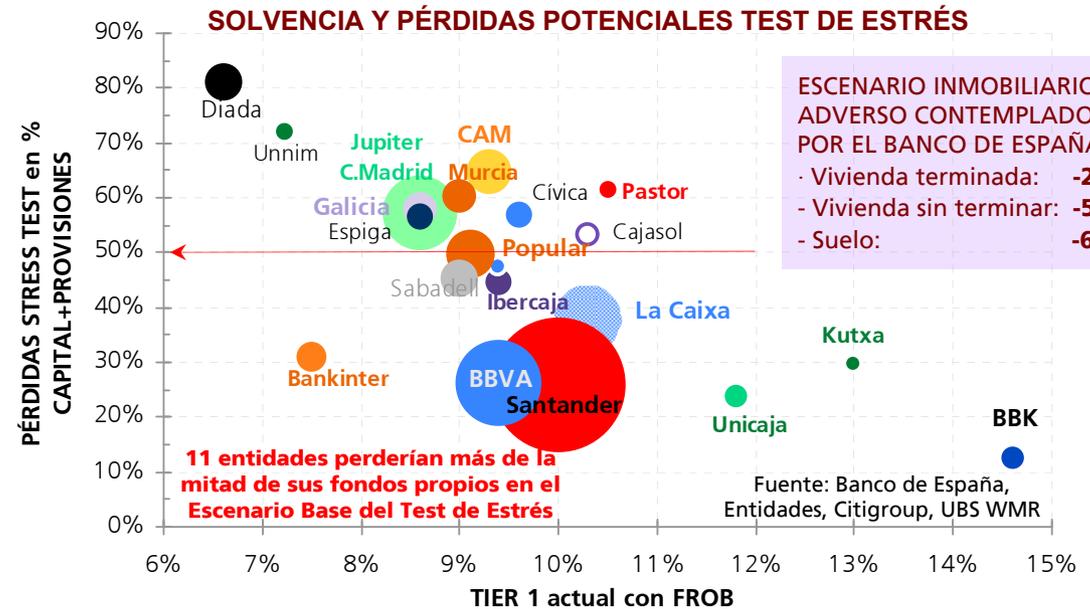
- ◆ La morosidad reconocida por las entidades financieras es ~5.50% y podría alcanzar el 6.0% a final de año según los modelos predictivos del FMI que emplean la tasa de paro, los tipos de interés y los precios de la vivienda
- ◆ Sin embargo, estas cifras oficiales enmascararían la magnitud real del problema, al no incorporar tres grupos de activos problemáticos:
 - Activos inmobiliarios adquiridos en dación en pago o adjudicados
 - Créditos declarados *subestándar* por el Banco de España
 - Refinanciaciones y carencias para evitar la entrada en mora
- ◆ Considerando todos los activos con elevada probabilidad de acabar generando pérdidas, el sector financiero se enfrentaría a una morosidad potencial del 12%



Economía española: sistema financiero

Solvencia: panorama tras la prueba de Resistencia

- ◆ La prueba de solvencia liderada por el Banco de España, encomiable por su transparencia y buen nivel de detalle, muestra la solvencia general del sistema por tres motivos diferenciales:
 - Elevadas provisiones genéricas y específicas acumuladas
 - Notable generación orgánica de resultados de explotación
 - Recapitalización previa del FROB
- ◆ La caída de precios inmobiliarios que contempla el Escenario Adverso del Test de Estrés se acerca a la previsión de UBS WMR, por lo que son factibles las pérdidas por este concepto (~72.000m€), que consumirían un tercio de los fondos propios
- ◆ Aunque el sector es, en su conjunto, solvente y viable, se enfrenta a un grave problema de rentabilidad a medio plazo

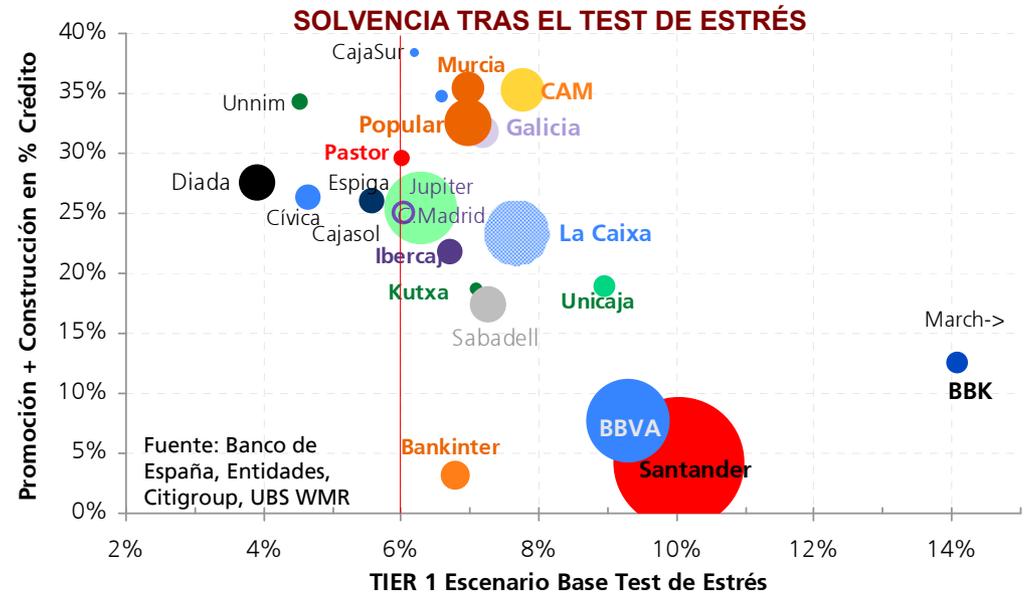


Economía española: sistema financiero

Cajas de ahorro: aprobado en solvencia, suspenso en beneficios

- ◆ Una decena de grupos de cajas concentran la mayor parte de los activos problemáticos del sector
- ◆ Los ratios de solvencia se salvan incorporando la ayuda del FROB, el futuro margen de explotación y las sinergias por fusiones
- ◆ La gradual afloración de los quebrantos por la exposición inmobiliaria hace probable que varias de ellas vayan a publicar pérdidas en los próximos años
- ◆ Esto deja a algunas cajas en una situación muy delicada:
 - Procesos de integración en curso
 - Recapitalización por el FROB
 - Gestión de la mora e inmuebles
 - Publicación pérdidas operativas
 - Dificultad para conceder nuevo crédito a la economía real

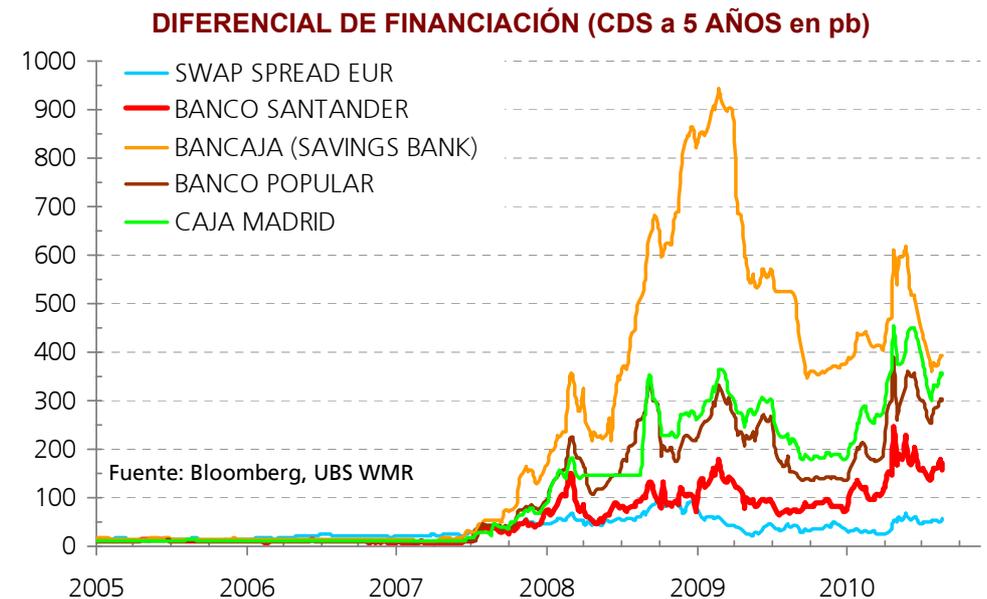
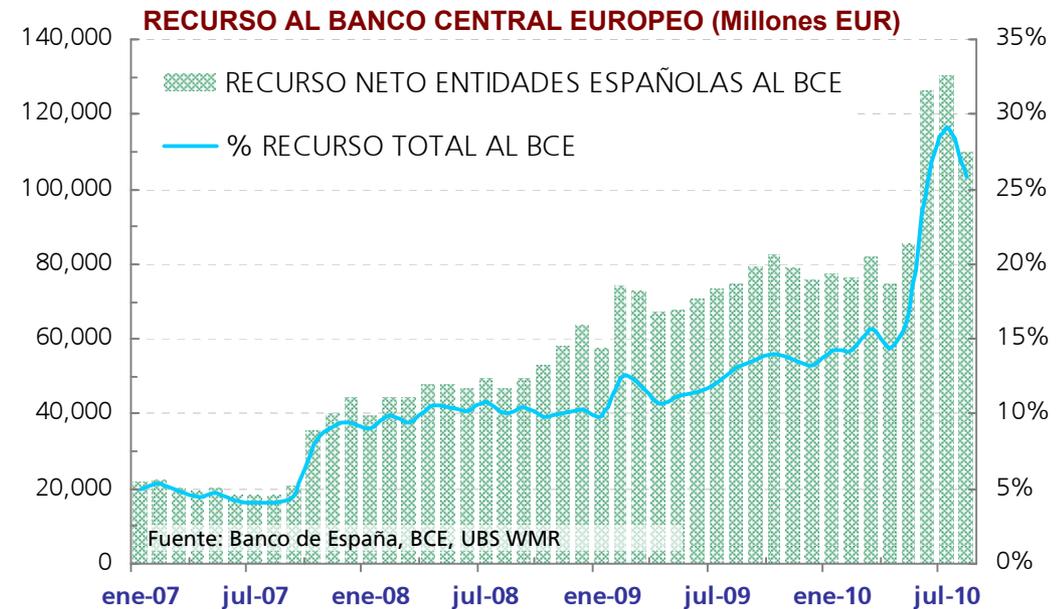
PROYECCIÓN DE RENTABILIDAD*: Escenario basado en los resultados del Test de Estrés en el que las pérdidas por morosidad y menor valor de inmuebles afloran en los próximos 3 años, se consumen las provisiones específicas y genéricas en ese plazo y se obtienen los beneficios brutos previstos en el Test



Economía española: sistema financiero

La gran amenaza: financiación en el mercado mayorista

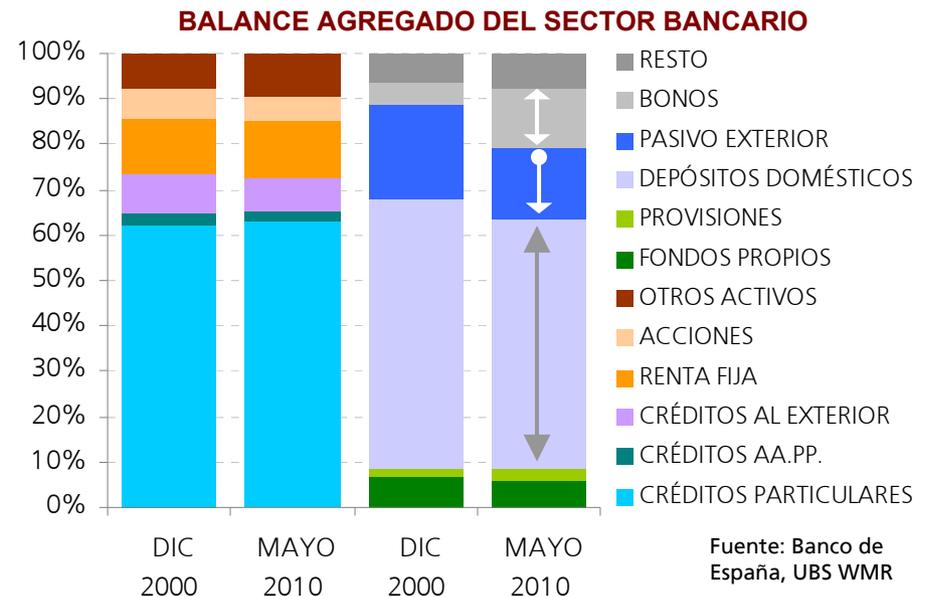
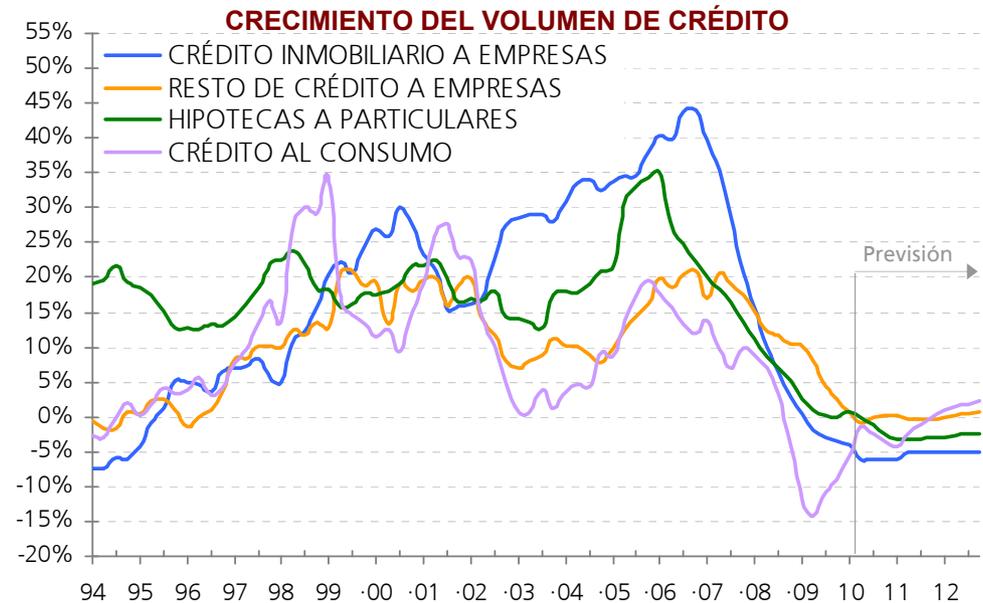
- ◆ Además de gestionar sus activos problemáticos y solvencia, la banca española tiene que solucionar su gran dependencia exterior
- ◆ El crédito supera ampliamente al volumen de depósitos domésticos y la diferencia debe financiarse en el interbancario europeo o con bonos
- ◆ La elevada aversión al riesgo de crédito, la exposición inmobiliaria y el grave deterioro presupuestario han hecho que se hayan cerrado las puertas a la financiación internacional de algunos bancos y cajas españolas y que se hayan disparado sus diferenciales y CDS
- ◆ Por lo tanto, muchas entidades se han visto obligadas a recurrir al mecanismo extraordinario del BCE de descuento de papel, que ha alcanzado un neto de 130.000m€, un tercio del total de la Zona Euro



Economía española: sistema financiero

Hacia balances más equilibrados: más depósitos y menos crédito

- ◆ Un resultado indirecto del ajuste generalizado de los desequilibrios económicos acumulados en la última década (balanza de pagos, burbuja inmobiliaria, exceso de crédito, etc) y de la crisis global la normalización de los balances de las entidades financieras:
 - Aumento de los depósitos
 - Reducción del crédito y del balance
 - Menor dependencia exterior
 - Menor aportación cartera *trading*
 - Refuerzo de los recursos propios
- ◆ El desapalancamiento de hogares y empresas y la prolongada purga inmobiliaria hacen probable una moderada contracción del crédito vigente y que siga el desplome de los nuevos préstamos
- ◆ La reducción del tamaño de los balances bancarios se acelera por la próxima regulación (Basilea III)

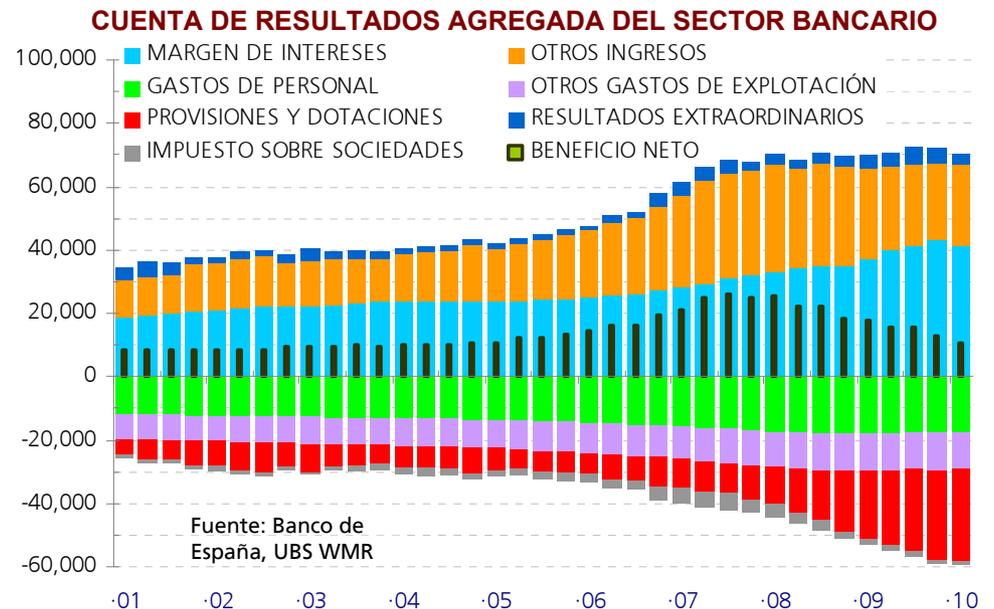


Fuente: Banco de España, UBS WMR

Economía española: sistema financiero

Las provisiones presionan los beneficios y rebajan la valoración

- ◆ El conjunto de entidades de crédito ha triplicado la dotación de provisiones por morosidad desde 2007, lo que ha reducido el beneficio neto agregado un 60%
- ◆ El Banco de España ha acelerado el calendario de provisiones tanto de créditos dudosos como de los activos inmobiliarios adquiridos
- ◆ Los analistas bancarios prevén que las dotaciones hagan pico ya en los próximos trimestres pero que permanezcan en niveles muy altos durante al menos dos años más
- ◆ Los bancos cotizados concentran menor riesgo inmobiliario y tienen actividades más diversificadas y rentables: el mínimo de beneficios se podría alcanzar ya en 2010, aunque la recuperación será lenta y desigual, está descontada y no justifica la expansión de múltiplos



VALORACIÓN DE LA BANCA COTIZADA SEGÚN UBS IB

	Crec. Beneficios			PER Ajustado			Dividendo (%)		P / Valor Cont.	
	10e	11e	12e	10e	11e	12e	10e	11e	10e	11e
Banco Sabadell	-16%	2%	2%	11.4x	11.2x	11.0x	3.5%	3.5%	1.3	1.2
Banco Pastor	n/a	9%	-3%	30.2x	27.6x	28.4x	1.5%	1.5%	0.8	0.8
Banco Popular	-22%	15%	42%	11.8x	10.2x	7.2x	4.8%	3.9%	1.1	1.0
Banesto	20%	4%	2%	7.4x	7.1x	7.0x	6.3%	7.6%	0.9	0.8
Bankinter	4%	2%	2%	9.9x	9.7x	9.5x	4.2%	4.5%	1.0	1.0
BBVA	-8%	-3%	16%	9.2x	9.6x	8.3x	4.3%	4.3%	1.4	1.2
Santander	-13%	6%	22%	10.5x	9.9x	8.1x	6.4%	6.4%	1.7	1.6
ESPAÑA				10.2x	9.9x	8.2x	4.8%	5.3%	1.5	1.4
Europa				10.8x	8.4x	6.9x	3.0%	3.7%	1.2	1.1
Europa (ex-R.U.)				9.8x	7.9x	6.7x	3.2%	4.2%	1.2	1.1

Fuente: UBS IB

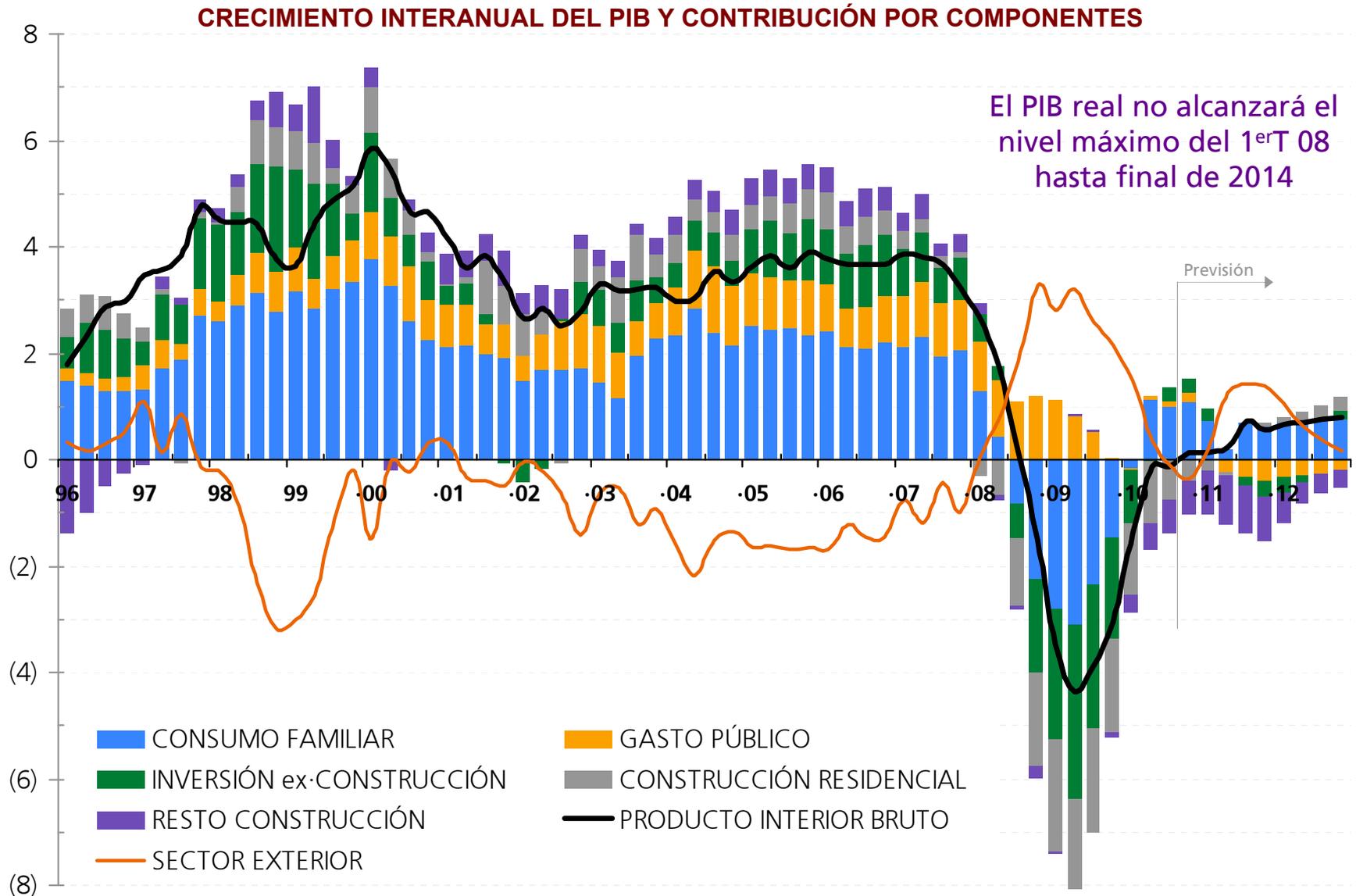
España: coyuntura económica 2010-2012

Contracción del PIB medio en 2010 y crecimiento de 0.4% en 2011

- ◆ La economía española ha dejado técnicamente atrás la recesión (pese al probable receso en el 3^{er}T) pero afronta aún varios años de crisis marcada por:
 - Mercado laboral deprimido con tasas de paro por encima del 19% (4.5 millones de desempleados) con una creación de empleo débil y frágil
 - Cuando el consumo de los hogares logra repuntar, comienza un drástico ajuste presupuestario que obliga a recortar el gasto y la inversión en todos los niveles de las Administraciones Públicas y a un aumento constante de la presión fiscal
 - Cuando el mercado residencial frena su desplome, se aceleran las caídas de la obra pública y de la edificación no residencial, prolongando la destrucción de empleo
 - Condiciones crediticias muy restrictivas en diferenciales y volúmenes, con elevada morosidad y en plena reordenación del sector de Cajas de Ahorro
- ◆ La política fiscal tan restrictiva lastra el crecimiento y lo deja en ritmos medios anuales cercanos al 0.5% hasta final de 2011 y del 1% en 2012. Con ello, el conjunto de 2010 se saldará probablemente con una leve contracción del PIB
- ◆ Siempre que el entorno económico global siga siendo favorable, la economía española podría volver a su nuevo crecimiento tendencial algo inferior al 2% en el 2013, con lo que no se recuperará el nivel de PIB de 2008 hasta 2014-15
- ◆ El gravísimo deterioro de las finanzas públicas comienza a revertirse. El déficit del conjunto de AA.PP. rondará el 9% en 2010, el 6.5% en 2011 (objetivo UE 6.0%) y el 4.5% en 2012 (vs. 4.4%). Para alcanzar el objetivo del 3% en 2013 serán necesarios ajustes adicionales y continuos en el gasto público así como algunas subidas de impuestos estatales o locales. La Deuda/PIB superará ya el 60% en 2010 y el 70% en 2012, pero seguirán por debajo de la media europea

España: coyuntura económica 2010-2012

El ajuste fiscal impedirá crecer más del 1% hasta final de 2012



España: coyuntura económica 2010-2012

La demanda interna se contraerá hasta principios de 2012

- ◆ Prolongando la dinámica de 2009, el fenómeno más característico de la economía española hasta 2012 será una continuada contracción de la demanda interna (inicialmente por vivienda y consumo, a partir de ahora por la inversión y gasto públicos) compensada con una aportación positiva del sector exterior
- ◆ El ajuste del gran desequilibrio exterior es notable, con perspectivas de alcanzar el equilibrio de la balanza comercial en 2012 y de reducir el déficit de la balanza de pagos a cerca del 2.0% (9.5% en 2007) para esa fecha
- ◆ Sigue la corrección del principal exceso del ciclo anterior: la inversión

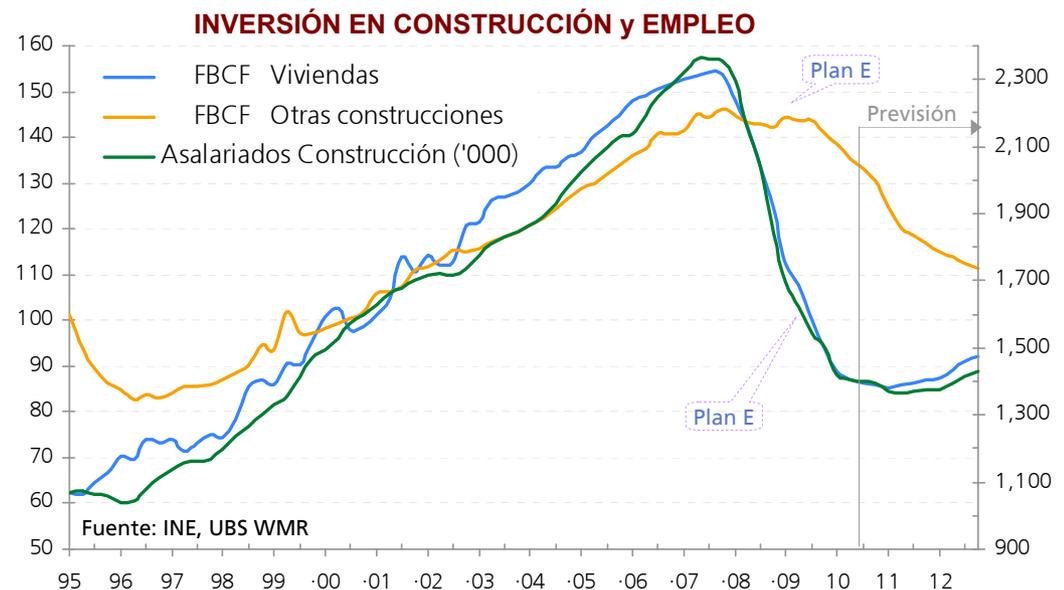
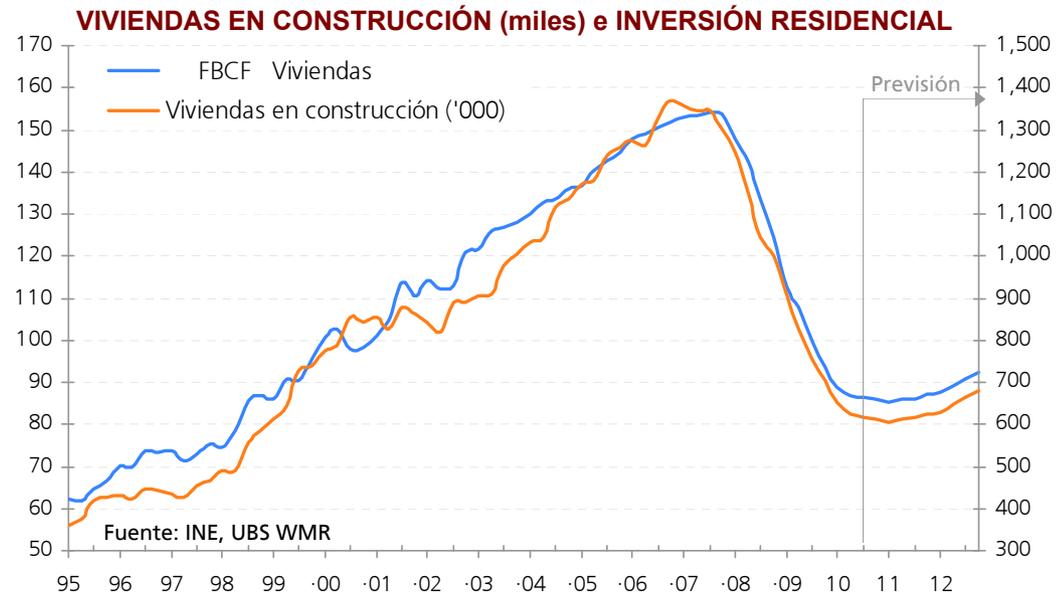
CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DEL PIB

	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>
Producto interior bruto	3.6	4.0	3.6	0.9	-3.7	-0.3	0.4	0.8
Consumo nacional	4.5	4.0	4.1	0.9	-2.3	1.1	0.4	0.6
Consumo de los hogares	4.2	3.8	3.6	-0.6	-4.3	1.3	1.0	1.3
Consumo de las AAPP	5.5	4.6	5.5	5.8	3.2	0.3	-1.1	-1.3
Formación bruta de capital	6.5	8.3	4.2	-4.3	-15.8	-6.2	-4.2	-1.1
FBCF Viviendas	6.1	6.2	2.5	-10.7	-24.5	-15.9	-1.0	4.4
FBCF Otras construcciones	6.2	5.8	4.0	-0.8	-0.1	-6.1	-10.7	-5.8
FBCF Industria, Transporte y otros	8.1	9.2	6.2	-3.2	-21.4	-1.2	-0.6	-0.7
Exportación de bienes y servicios	2.5	6.7	6.7	-1.1	-11.6	8.6	4.6	4.0
Exportación de bienes	1.1	6.6	7.5	-1.9	-12.5	12.0	4.7	4.1
Exportación de servicios no turísticos	9.5	12.3	10.6	4.6	-10.0	3.4	4.2	4.1
Consumo de no residentes	2.3	1.6	-0.7	-4.3	-9.6	0.8	4.6	3.0
Importación de bienes y servicios	7.7	10.2	8.0	-5.3	-17.8	6.5	0.4	1.8
Importación de bienes	7.3	10.2	7.7	-6.0	-19.2	7.4	0.0	1.9
Importación de servicios no turísticos	7.2	11.5	9.4	-1.6	-12.5	4.4	2.1	1.0
Consumo residentes en extranjero	20.6	5.9	7.2	-6.0	-13.4	0.2	1.6	2.5

España: coyuntura económica 2010-2012

Vivienda: la actividad se estabiliza en mínimos a principio de 2011

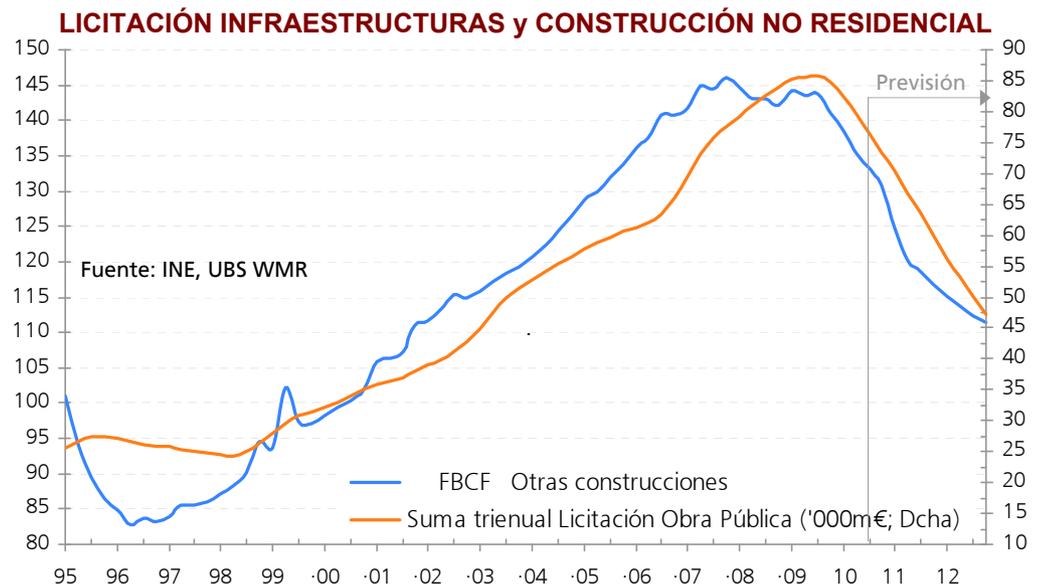
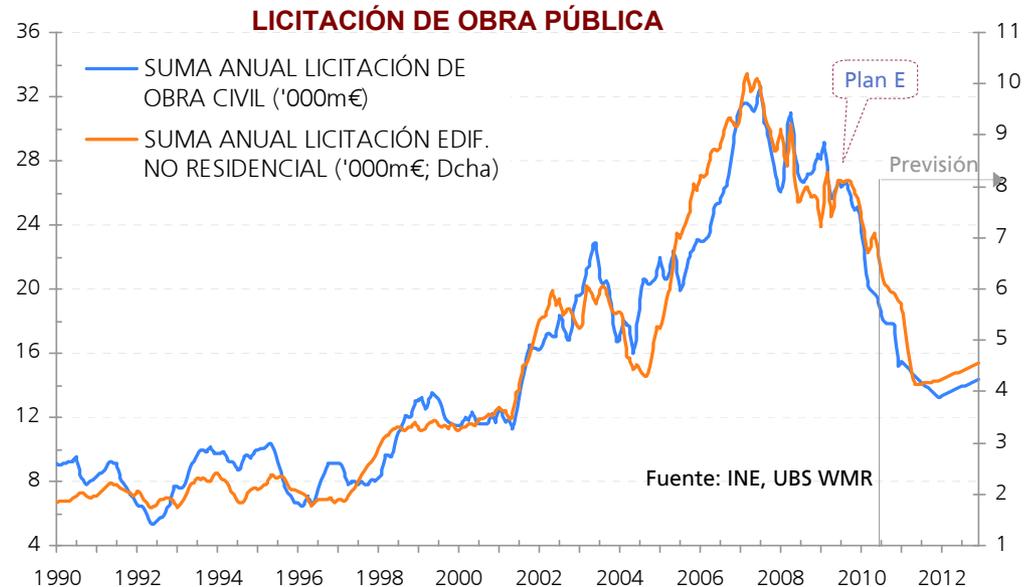
- ◆ La cifra de viviendas en proceso de construcción (y el empleo) tocará suelo al comenzar 2011, para recuperarse algo en 2012
- ◆ La destrucción del empleo ligado a la construcción de viviendas desde el pico de la burbuja se aproxima a unos 900.000 puestos directos y más de 1.5 millones con el empleo indirecto e informal
- ◆ El bajo ritmo de finalización de viviendas en 2011 y 2012 hará que se absorba rápidamente el stock de mejor calidad y que se reactive algo la construcción
- ◆ El desplome del precio del suelo hace que la nueva oferta (si logra financiación) sea más barata que la construida entre 2006 y 2009
- ◆ Las AA.PP. deberían impulsar más la rehabilitación y reforma como vía para recuperar empleo



España: coyuntura económica 2010-2012

Hundimiento de la obra pública y de la edificación comercial

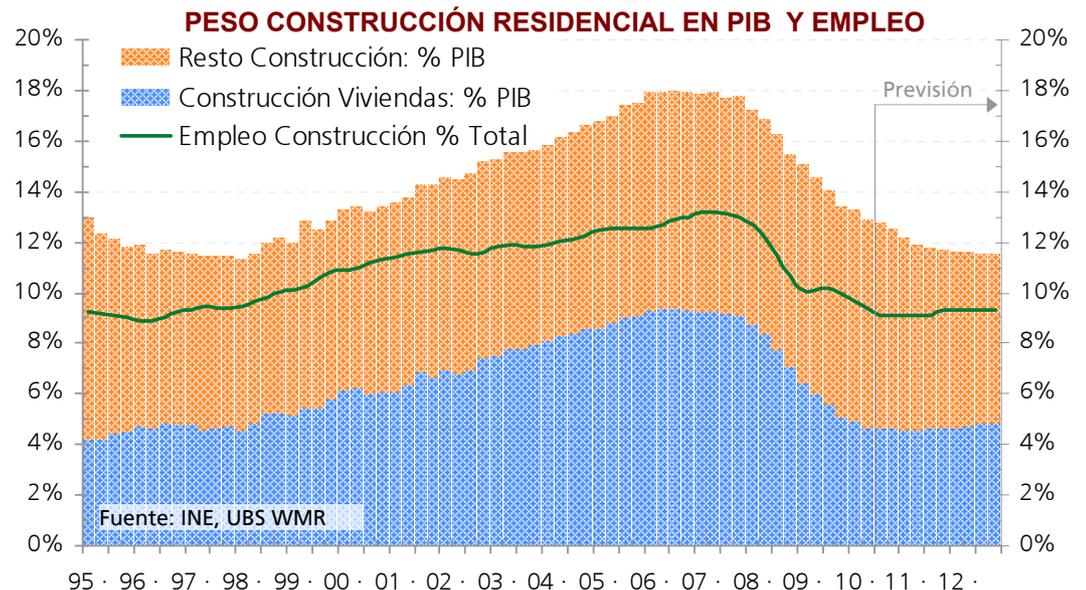
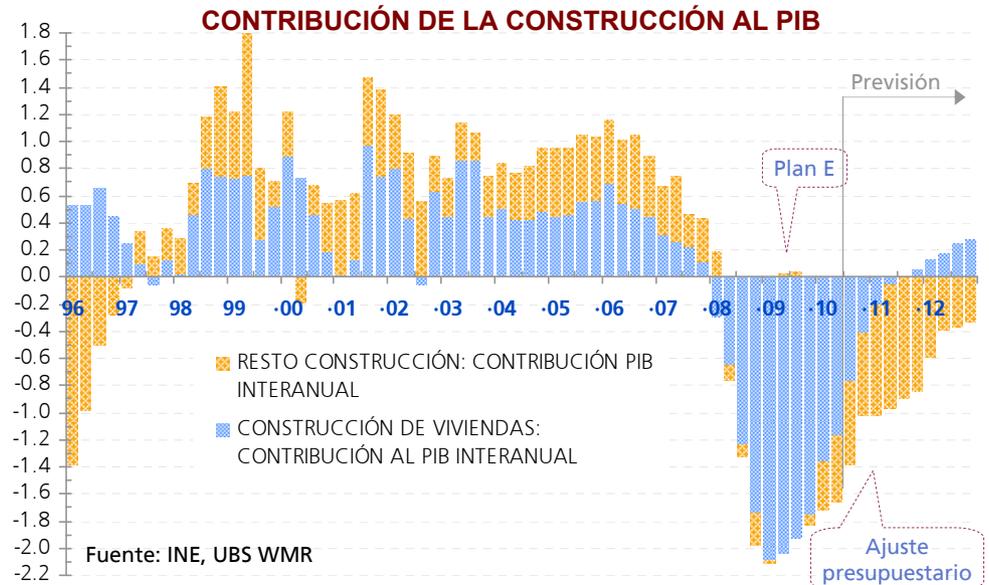
- ◆ El ajuste presupuestario se ceba con la obra pública: la licitación de infraestructuras y de edificios no residenciales cae con fuerza desde el final del primer *Plan E*
- ◆ La falta de recursos de las CC.AA. y ayuntamientos les obliga a paralizar inversión, más centrada en la edificación no residencial
- ◆ El Plan de Austeridad del Estado contempla reducir la inversión en unos 6.400m€ entre 2010 y 2011
- ◆ La gran cartera de obra licitada los últimos años evitará una caída mayor de la actividad
- ◆ El freno a la obra pública podría hacer que se pierdan unos 60.000 puestos de trabajo directos
- ◆ La construcción privada comercial también se hunde por la crisis económica, el exceso de oferta y la restricción crediticia



España: coyuntura económica 2010-2012

La construcción lastrará el crecimiento hasta 2013

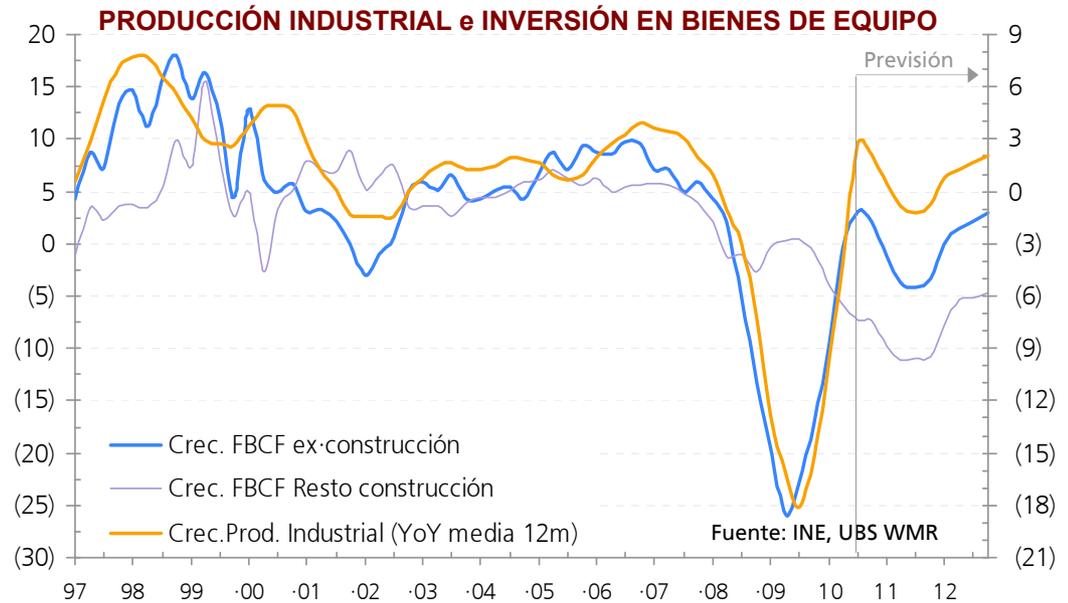
- ◆ La construcción de viviendas llegó al 9.5% del PIB. Si se suma la obra civil y edificación no residencial, llegó al 18% PIB y 13% empleo
- ◆ La contribución al crecimiento rondó el 1% entre 1998 y 2006 para pasar a restar un 1.5%-2.0% entre 2008 y 2011
- ◆ En total la crisis habrá destruido ~1.100.000 puestos directos en la construcción, más de 2 millones si se incluye actividad indirecta
- ◆ La vivienda vuelve a representar el 5% del PIB. La edificación no residencial pasa del 8.5% al 6.5%
- ◆ La obra pública restará al PIB hasta 2013. El exceso de oferta, el paro y la subida de tipos hacen muy difícil un rebote significativo de la actividad privada a partir de 2012: la construcción no va a ser el motor económico de este ciclo



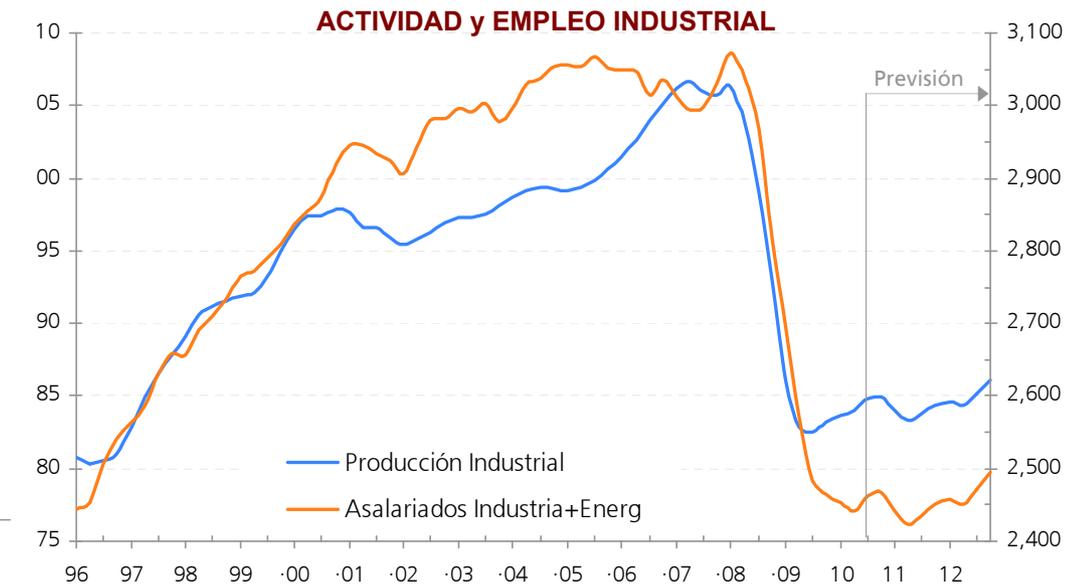
España: coyuntura económica 2010-2012

Industria: el ajuste fiscal frena temporalmente la recuperación

- ◆ La actividad industrial se mueve en sincronía con el ciclo global y la producción interanual ya crece
- ◆ La menor obra pública y el fin de los incentivos fiscales a la compra de coches en toda Europa frenan la recuperación de la producción y de inversión en bienes de equipo
- ◆ El ajuste del empleo industrial fue excesivo (640.000 sobre 3.1m) y permite recuperar asalariados



Fuente: Bloomberg, UBS WMR

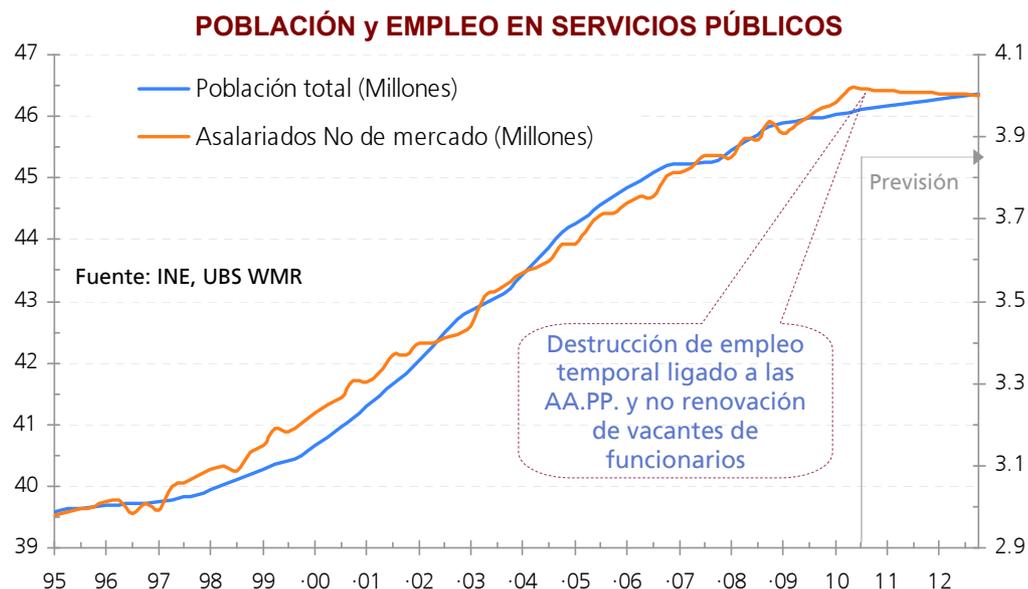
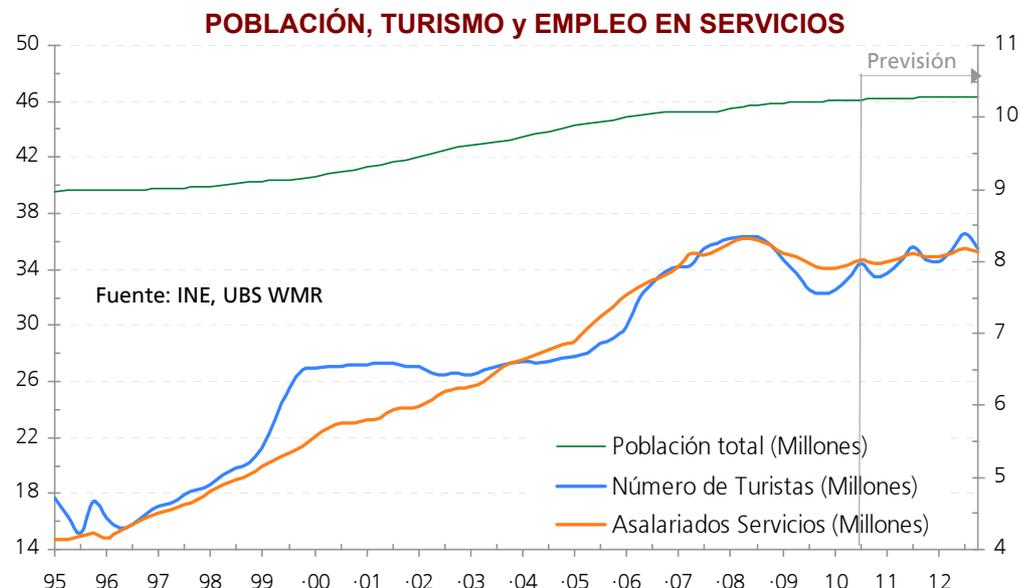


Fuente: INE, UBS WMR

España: coyuntura económica 2010-2012

Servicios: lento aumento de la actividad y del empleo

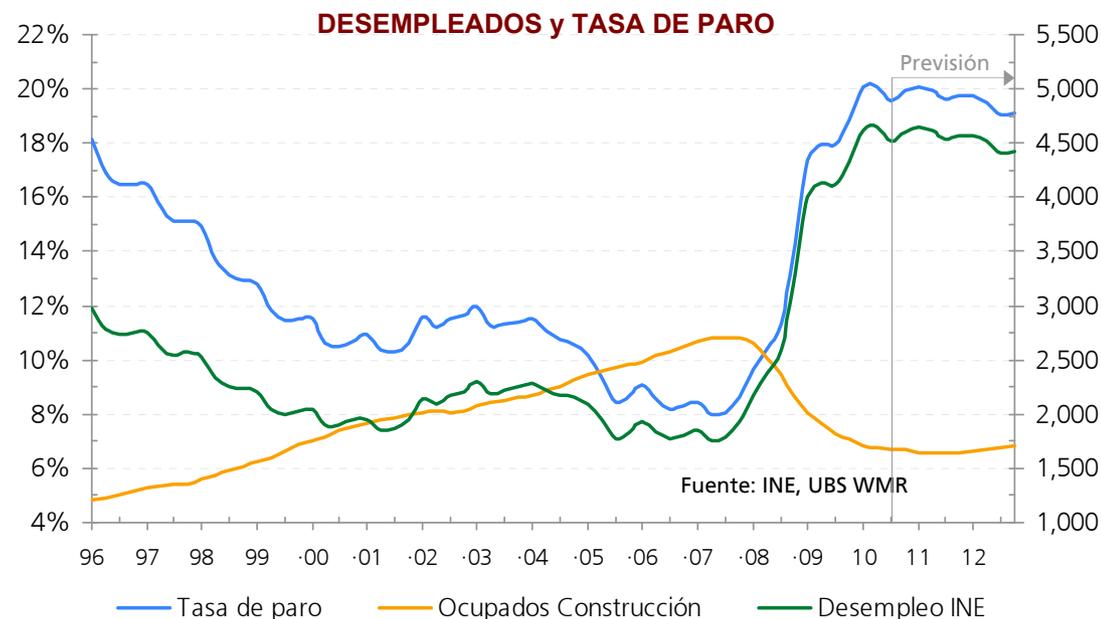
- ◆ Aunque la inmigración se frena, la población sigue creciendo a menor ritmo y supera 46 millones
- ◆ La paulatina recuperación del consumo de los hogares y del turismo tanto nacional como de los extranjeros permite estabilizar ya el empleo en el sector servicios y pronostica una lenta creación de empleo en los próximos años
- ◆ Si se cumple el Plan de Austeridad de las AA.PP., el número de funcionarios (ahora en unos 2.6 millones, un 14% de la población ocupada) debería reducirse un 4% hasta 2013, aunque se echan en falta planes de empleo público a medio plazo en todos los niveles de la administración
- ◆ Por su parte, es probable un leve aumento del empleo en los servicios privados no de mercado



España: coyuntura económica 2010-2012

Empleo: la tasa de paro comienza a bajar pero rondará el 19%

- ◆ La leve recuperación del empleo en industria y servicios pone fin al deterioro del mercado laboral
- ◆ El número de parados y la tasa de desempleo inician una tímida tendencia descendente, aunque con su distorsión estacional
- ◆ La tasa de paro seguirá por encima del 19% (~4.5 millones) hasta el comienzo de 2012 y supeditada a los movimientos en la población activa



CRECIMIENTO INTERANUAL DEL EMPLEO Y TASA DE PARO

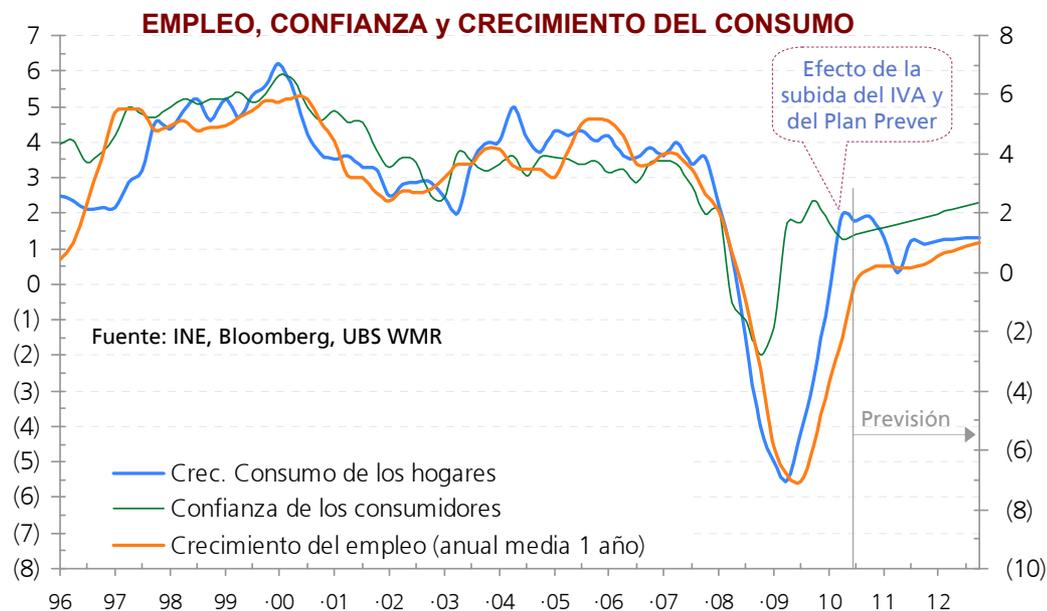
	Total Asalariados	Empleo ex: construcción	Asalariados Industria	Asalariados Construcción	Asalariados Servicios	Asalariados No de mercado	Tasa de Paro EPA
08 Q4	-3.2%	-0.4%	-7.6%	-21.7%	0.9%	2.2%	13.9%
09 Q4	-5.8%	-4.3%	-13.1%	-18.6%	-4.0%	0.8%	18.8%
10 Q1	-3.7%	-2.3%	-9.3%	-16.3%	-2.3%	1.9%	20.0%
10 Q2	-2.2%	-1.0%	-5.3%	-13.2%	-1.5%	2.2%	20.1%
10 Q3	-0.3%	0.7%	-1.1%	-9.2%	0.4%	1.7%	19.6%
10 Q4	0.1%	0.8%	0.2%	-7.1%	0.9%	1.1%	19.9%
11 Q1	0.2%	0.6%	-0.6%	-3.5%	1.0%	0.7%	20.1%
11 Q2	0.2%	0.4%	-0.8%	-2.8%	1.1%	-0.2%	20.0%
11 Q3	0.1%	0.4%	-1.2%	-2.4%	1.1%	-0.2%	19.6%
11 Q4	0.3%	0.4%	-0.7%	-1.3%	1.1%	-0.1%	19.7%
12 Q1	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.9%	-0.1%	19.7%
12 Q2	0.7%	0.6%	1.2%	2.0%	0.8%	-0.1%	19.5%
12 Q3	0.9%	0.7%	1.6%	3.3%	0.8%	-0.1%	19.0%
12 Q4	1.0%	0.7%	2.0%	3.9%	0.8%	-0.1%	19.1%

Fuente: INE, UBS WMR

España: coyuntura económica 2010-2012

Consumo: recuperación en curso, distorsionada por el IVA

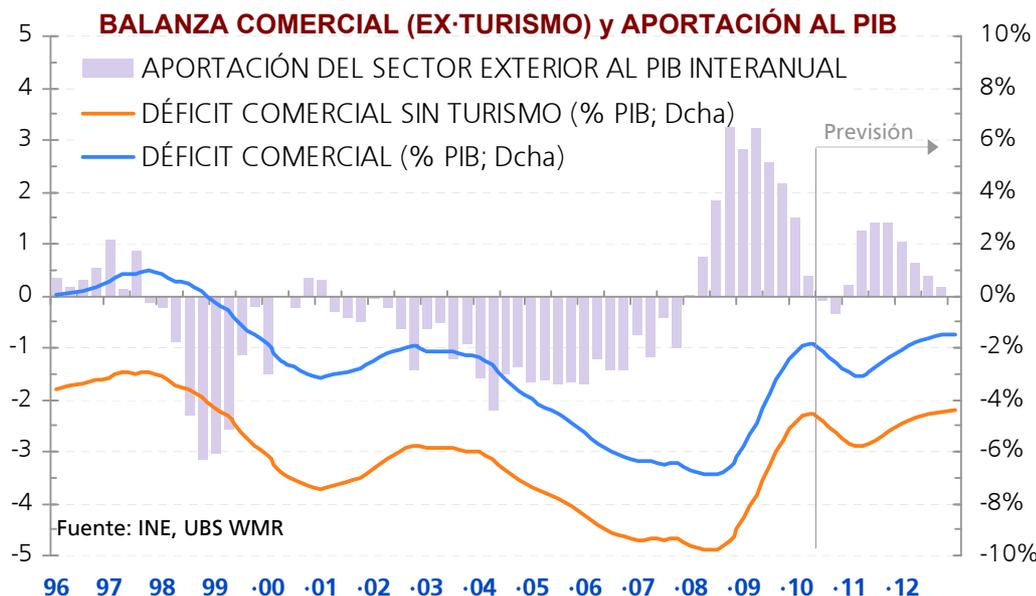
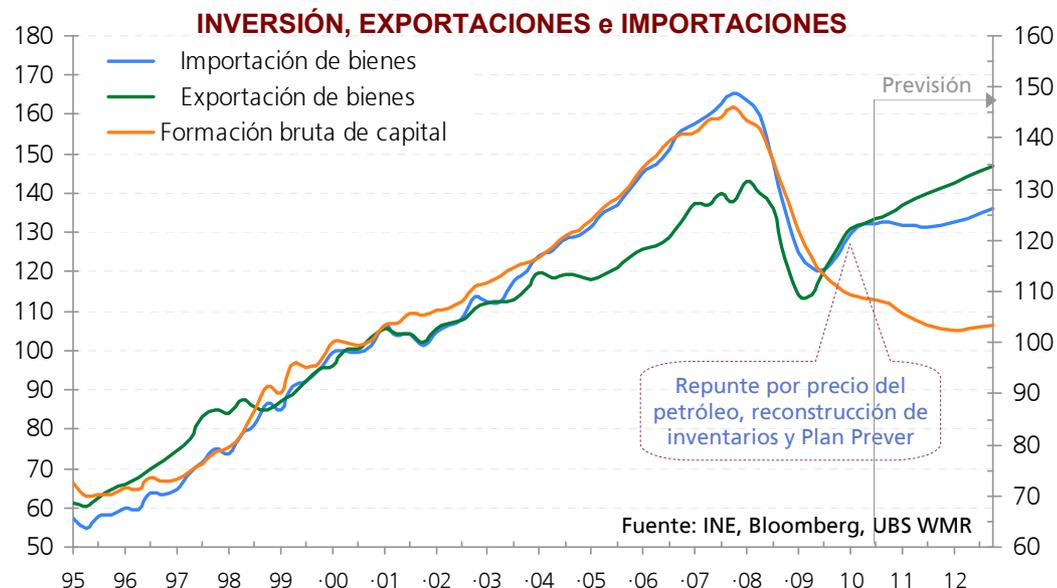
- ◆ El fuerte descenso del consumo (mucho más acusado que en el resto de Europa) se debió a la brutal destrucción de empleo que, junto a la caída de la vivienda hundió la confianza y disparó la tasa de ahorro, pese al desplome de tipos y la rebaja de impuestos
- ◆ Estos factores empiezan a revertir y han propiciado que aflorara demanda latente de bienes duraderos, animada por el *Plan Prever* y la subida del IVA de Julio
- ◆ El gasto de las familias ya creció en términos interanuales en el 2ºT pero recaerá temporalmente
- ◆ La estabilización del empleo hará que caiga algo la tasa de ahorro, compensando el menor aumento de los salarios y permitiendo que el consumo crezca cerca del 1% en 2011 y del 1.2% en 2012



España: coyuntura económica 2010-2012

Sector exterior: reducción del déficit comercial que suma al PIB

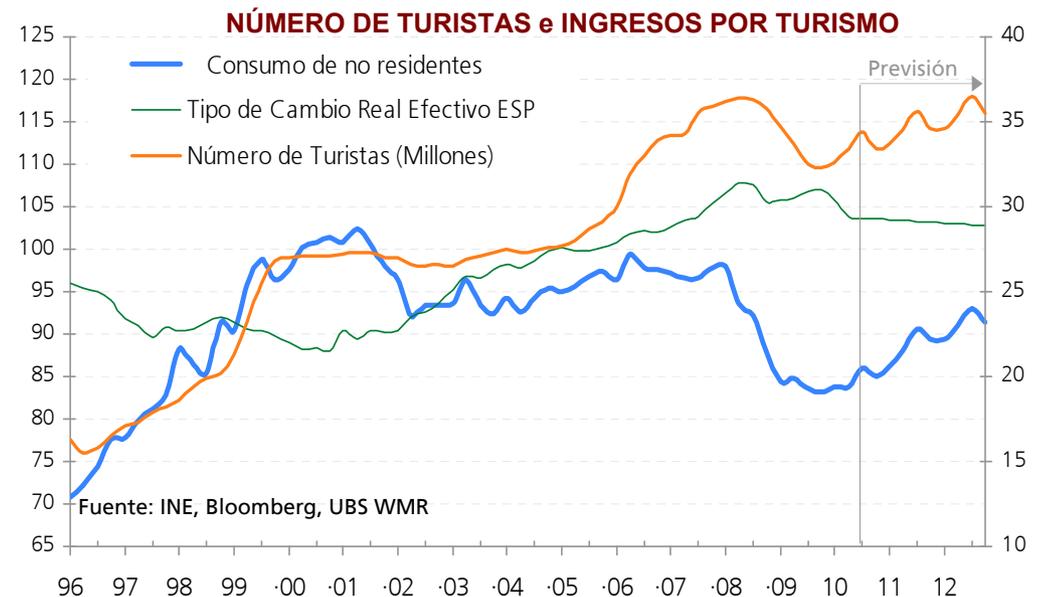
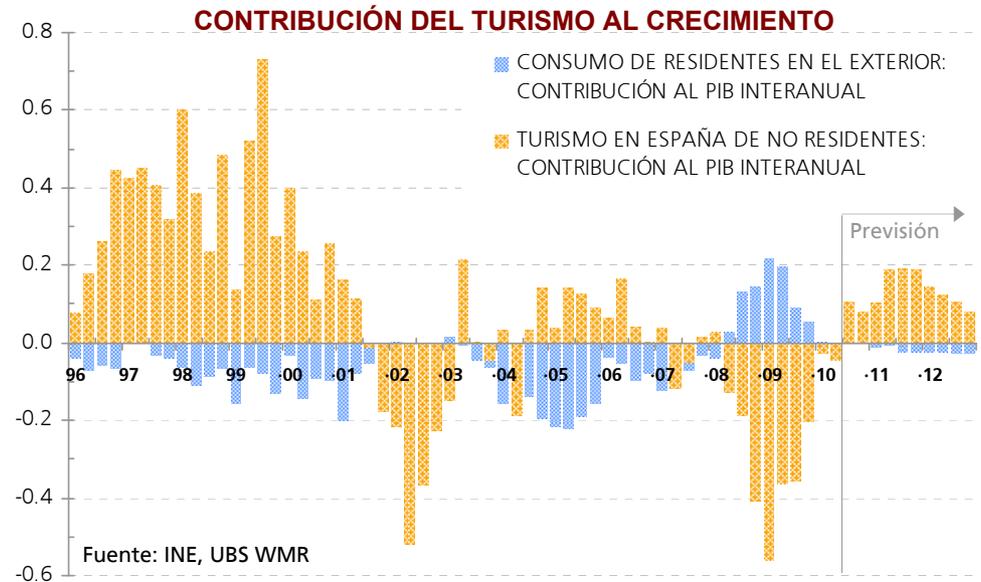
- ◆ El ajuste interno de construcción y ahorro está teniendo su reflejo en una rápida reducción del déficit comercial, temporalmente frenada por el repunte de las importaciones de energía y autos
- ◆ En tanto que la demanda interna se contraerá hasta comienzos de 2012, el sector exterior es la única fuente de crecimiento aportando 2.7% al PIB 2009, 0.4% en 2010, 1.0% en 2011 y 0.6% en 2012
- ◆ Las exportaciones crecen por la recuperación global y el "efecto sustitución", donde el empresario busca en el exterior compensar la falta de demanda interna
- ◆ El déficit comercial será menor del 2% del PIB en 2012 (+3% turismo; -3% energía -2% bienes no energéticos;) y deja el déficit de balanza de pagos en el 2.5%



España: coyuntura económica 2010-2012

Turismo: recuperación pero no es el motor de la economía

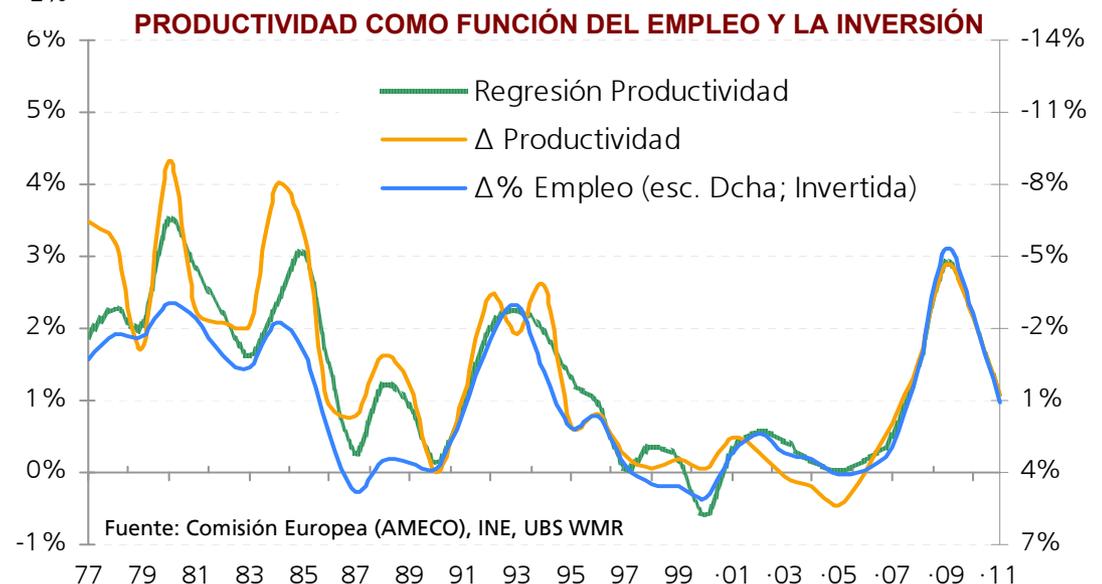
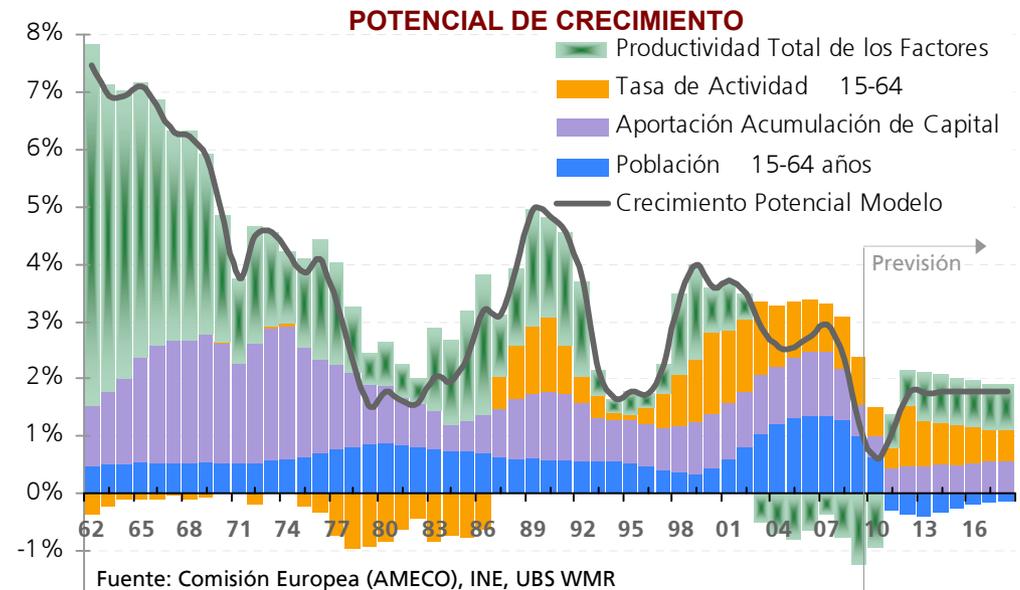
- ◆ El repunte del turismo extranjero es ya patente en el verano de 2010, animado por la gradual recuperación económica global
- ◆ Tras caer casi un 10% en 2009, el número de visitantes aumentará entre el 2% y el 5% en este lustro con un incremento proporcional de ingresos, que son ~4% del PIB, aportando ~0.2% al crecimiento
- ◆ Sin embargo, una recuperación más fuerte parece improbable por la debilidad de las economías europeas y de la libra: el turismo tampoco va a ser el motor económico del nuevo ciclo
- ◆ El modelo tradicional parece agotado y se necesita cambiarlo:
 - menor duración y gasto medio
 - mayor competencia de calidad y aparecen nuevos destinos
 - exceso de oferta: precios a la baja



España: coyuntura económica 2010-2012

La menor inmigración reduce el potencial de crecimiento

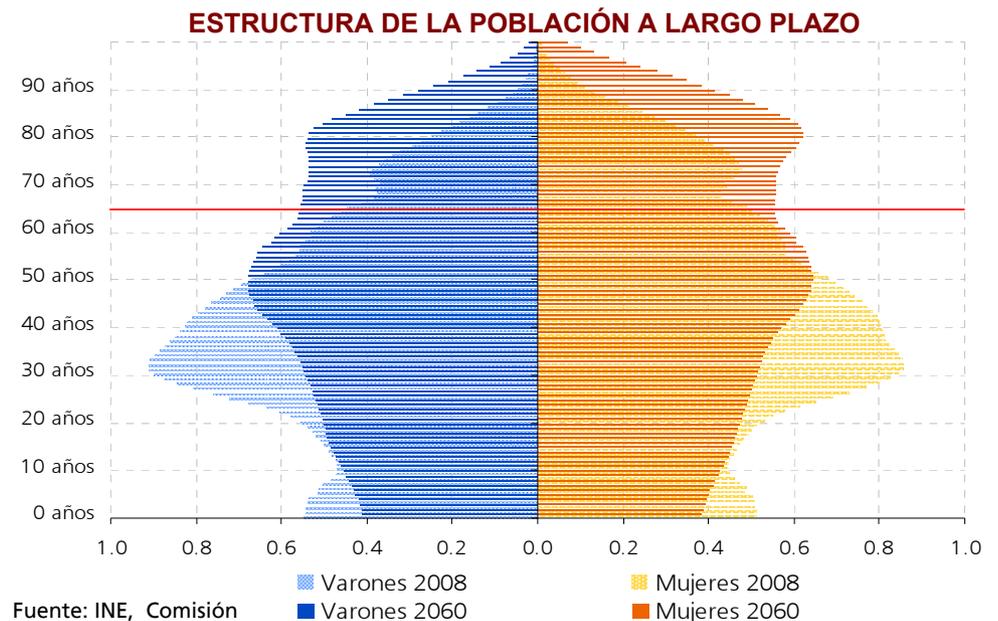
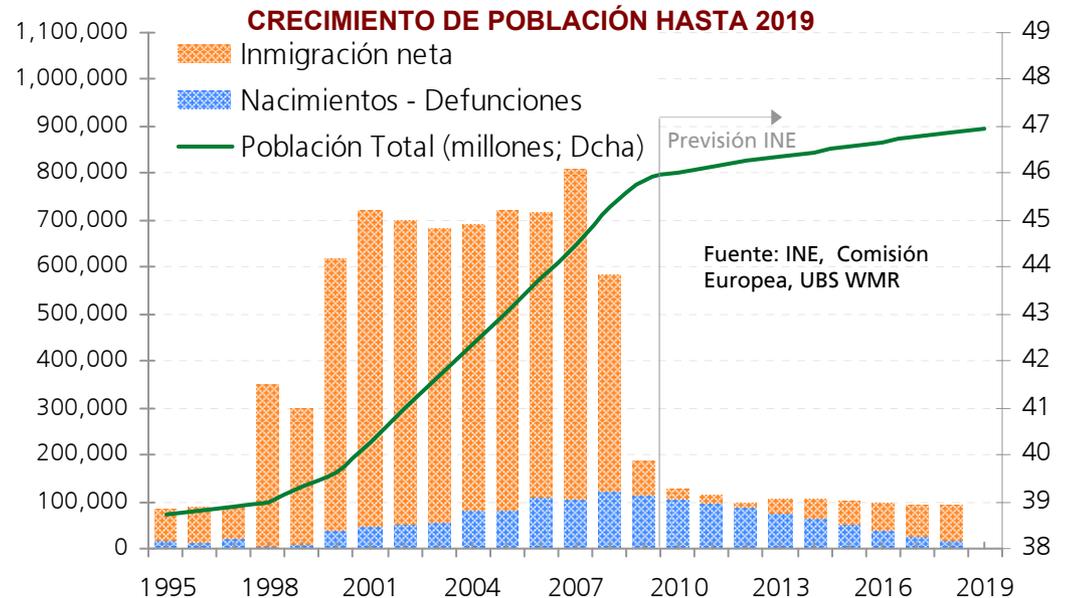
- ◆ El brusco descenso en la entrada de inmigrantes y la menor inversión pública reducen aún más el potencial de crecimiento a medio plazo, que ahora parece próximo al 1.8% anual
- ◆ La última década se caracterizó por el fuerte crecimiento de la población, del empleo y del stock de capital pero en la que se hundió la productividad
- ◆ El potencial futuro depende de la capacidad de aumentar la tasa de actividad (% de personas en edad de trabajar que participan en el mercado laboral) y de recuperar productividad
- ◆ Para aumentar la productividad es necesario acelerar reformas estructurales imprescindibles:
 - Educación y formación profesional
 - Mercado laboral
 - Eficiencia energética
 - I+D+i



España: las reformas estructurales pendientes

Población: crece poco y agrava la crisis demográfica a largo plazo

- ◆ La crisis económica ha llevado al INE a modificar sustancialmente sus proyecciones de inmigración neta, que pasan de ~300.000/año a casi 0 hasta 2012 y menos de 100.000/año a partir de 2013
- ◆ Este cambio deja la población prevista en 2018 en 47 millones desde la previsión anterior de 49
- ◆ La menor inmigración afecta a la natalidad, que cae una vez que se agota el "eco" del *baby boom* de los '60-70: el crecimiento natural doméstico será nulo ya en 2020
- ◆ A largo plazo, la perspectiva demográfica es preocupante, con un claro envejecimiento de la población y una estructura de la pirámide por edad que augura un menor potencial de crecimiento y presiones sobre la sostenibilidad del estado del bienestar



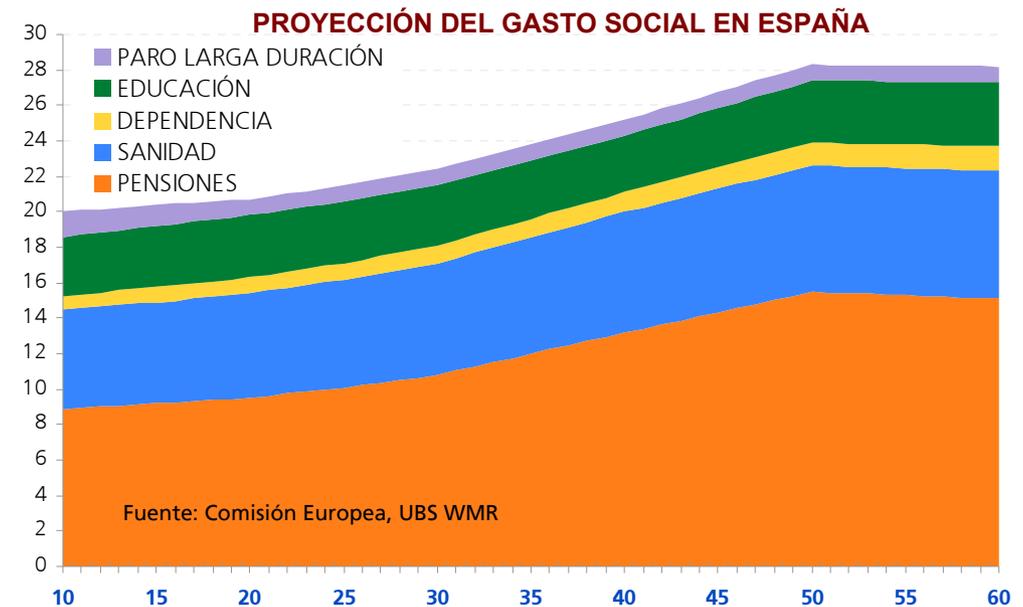
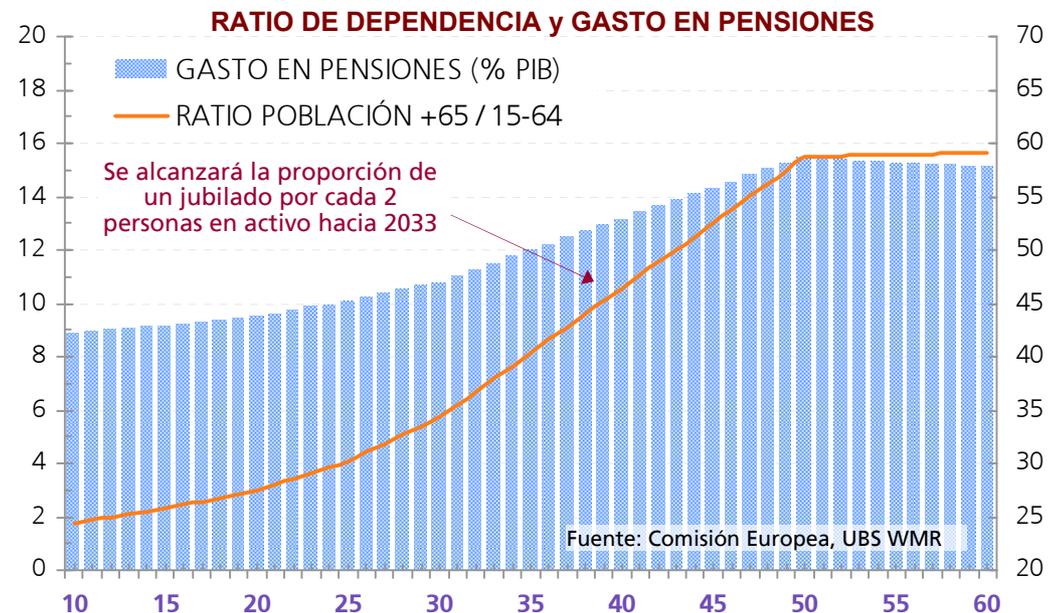
Fuente: INE, Comisión Europea, UBS WMR

España: las reformas estructurales pendientes

Pensiones: la bomba de relojería que requiere un ajuste drástico

- ◆ El envejecimiento se acelera y dispara la proporción de retirados por cada trabajador activo, lo que es una grave amenaza para el sistema público de pensiones
- ◆ El proceso es muy problemático en España por tener un *baby boom* tardío seguido de un *bache demográfico* en los '80-90
- ◆ Esto lastrará dramáticamente las cuentas públicas y el potencial de crecimiento y obliga a reformas rápidas y drásticas (retraso en la jubilación y cambio del cálculo) que hagan sostenible el sistema
- ◆ Elocuente diagnóstico de Comisión Europea en su informe de 2009:

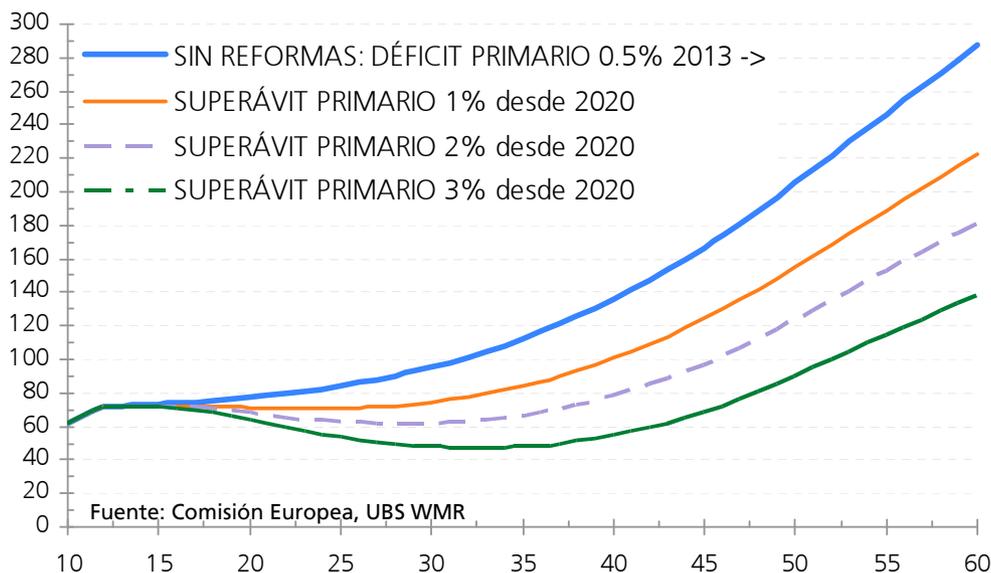
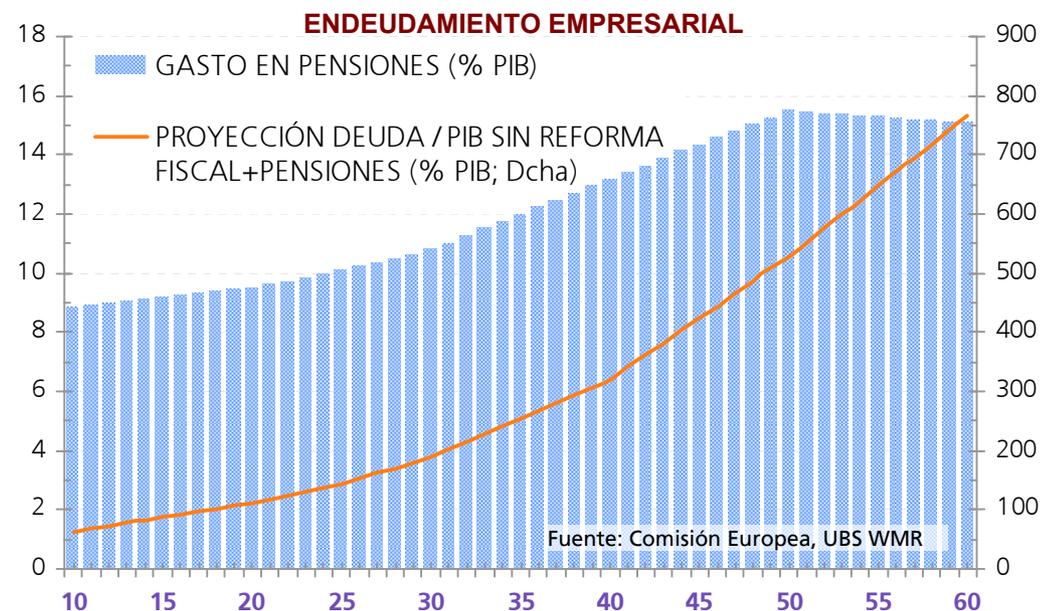
"España corre un grave riesgo de insostenibilidad de sus finanzas públicas. El impacto presupuestario a largo plazo del envejecimiento de su población es muy superior a la media europea. El elevado déficit fiscal de partida amplifica este efecto. Mejorar el saldo primario y reformar la Seguridad Social contribuirán a reducir este alto riesgo"



España: las reformas estructurales pendientes

Deuda/PIB: la proyección a largo plazo es insostenible

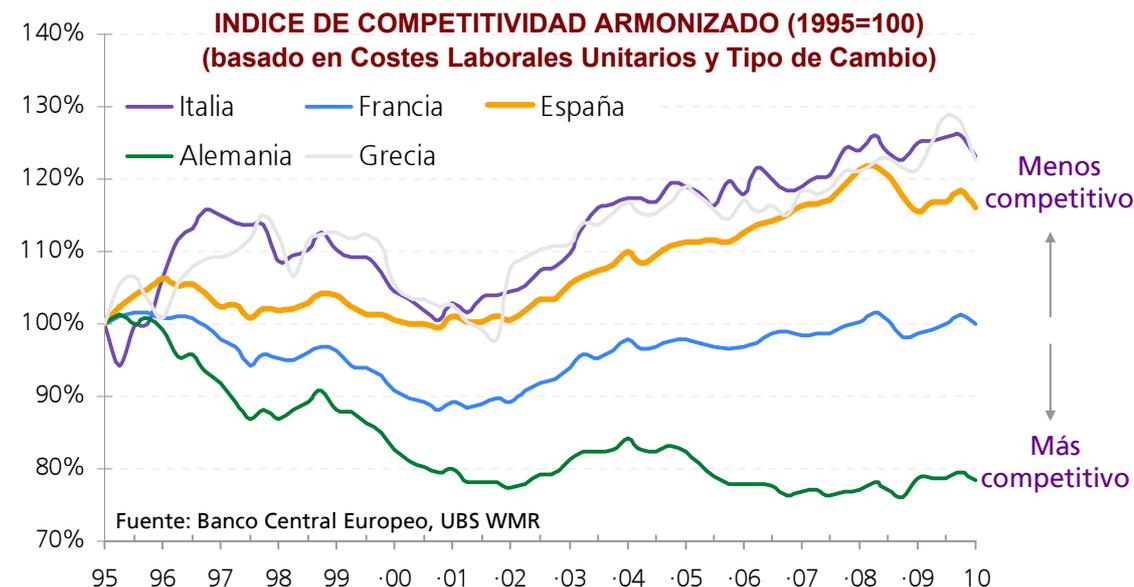
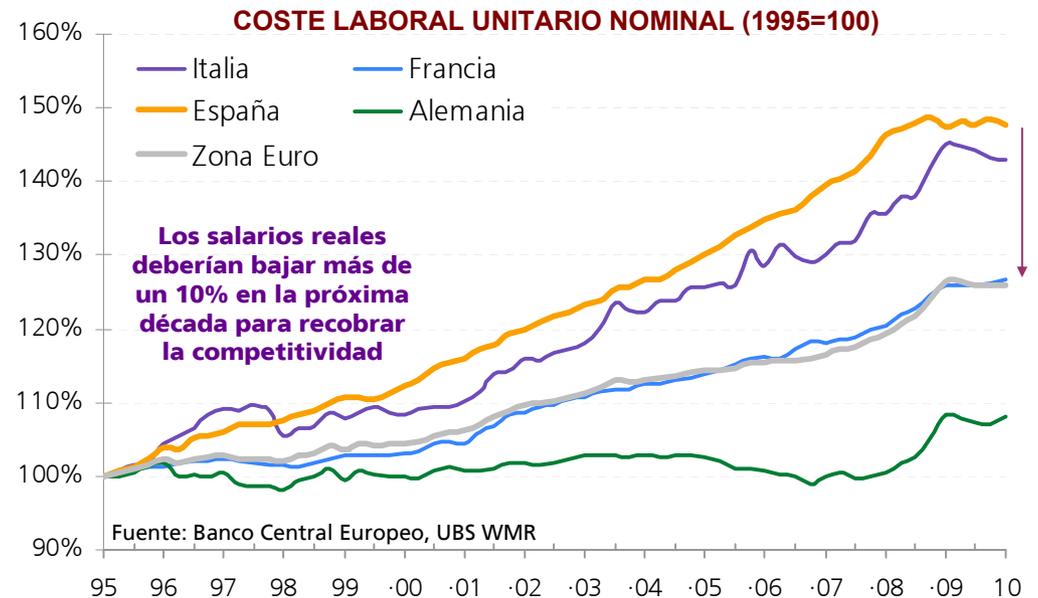
- ◆ Retrasar o diluir las reformas del sistema público de pensiones o del mercado laboral no es una opción factible ni admisible
- ◆ El aumento del gasto social va a ir incrementando el déficit público, obligando a sacrificar partidas con un mayor efecto multiplicador
- ◆ Extrapolando la dinámica actual, la Comisión Europea prevé que la Deuda/PIB supere el 100% ya en 2018 y entre en una senda explosiva imposible de financiar
- ◆ Aun cumpliendo el Programa de Convergencia (déficit total 3% en 2013; primario 0.5%) la Deuda/PIB se estabiliza a corto plazo pero llega al 150% a partir de 2040
- ◆ Es necesario un superávit primario de al menos un 1% (déficit total 2%) para retrasar la bomba demográfica a la década de '40



España: las reformas estructurales pendientes

Competitividad exterior

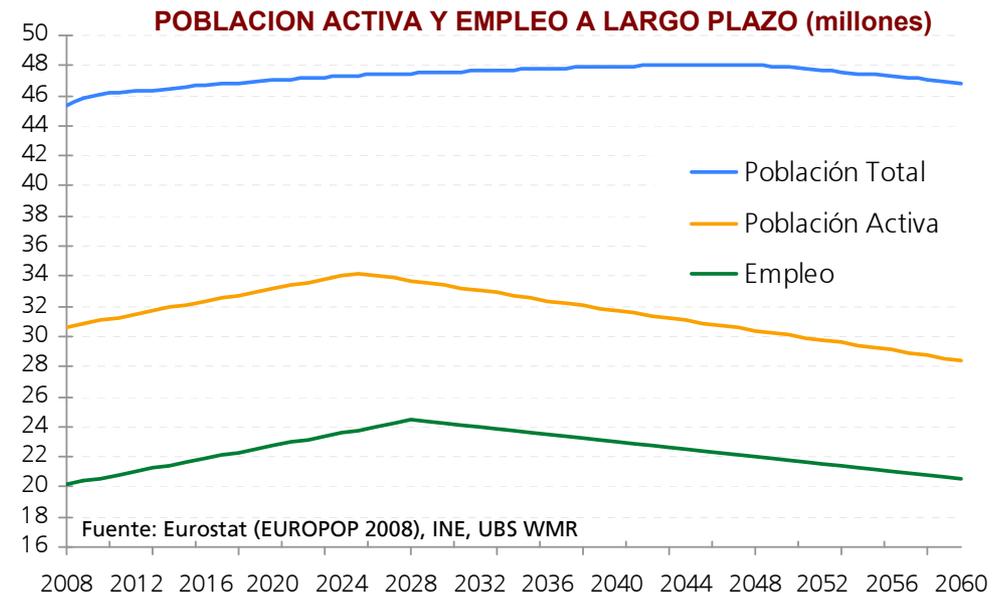
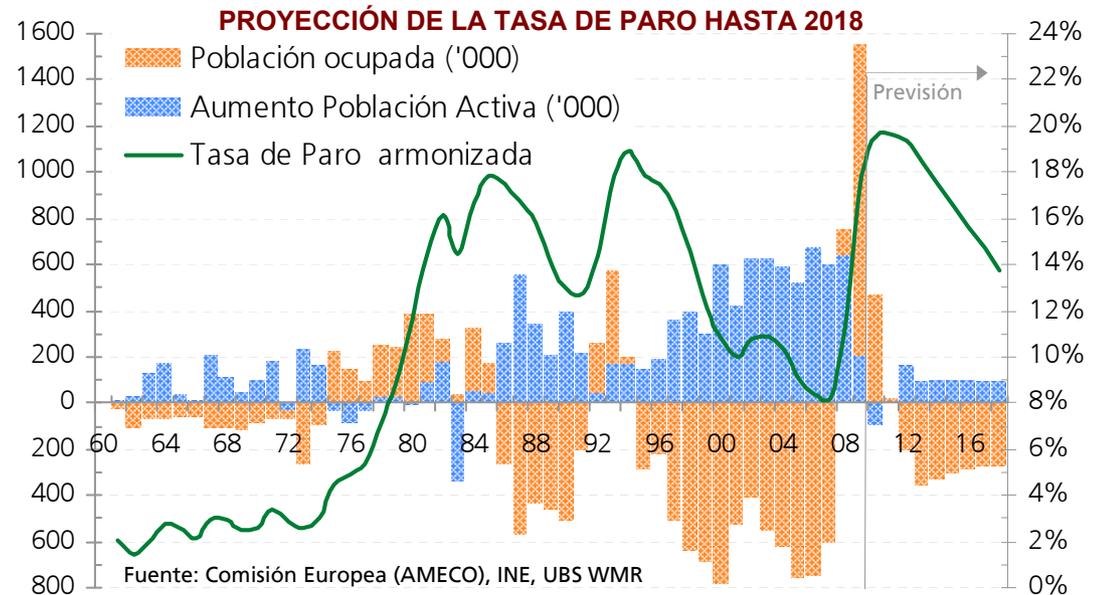
- ◆ La intensa destrucción de empleo no ha mejorado la competitividad de los bienes exportables ya que se ha cebado en los servicios y en la construcción
- ◆ Los índices de CLU, productividad o competitividad apenas han mejorado y señalan que el ajuste de los salarios y la productividad continuará en los próximos años
- ◆ Para ello es imprescindible que la reforma laboral afronte:
 - Flexibilizar la negociación colectiva y prelación del convenio-empresa
 - Salarios no ligados a la inflación sino a la mejora de productividad
 - Eliminación de la dualidad
 - Promoción de la movilidad laboral
- ◆ Otros factores que mejorarán la competitividad son la reducción de las trabas administrativas y el ajuste de márgenes empresariales



España: las reformas estructurales pendientes

Mercado laboral: la menor inmigración reduce la tasa de paro

- ◆ El brusco cambio en los flujos migratorios hará que la tasa de paro sea capaz de bajar cuando se comience a crear empleo
- ◆ Aun así, sin una mejora radical del entorno internacional y del mercado laboral doméstico, el menor potencial de crecimiento hará que la tasa de paro oficial no baje del 18% hasta 2013 y siga en el 12%-14% (3.0-3.5m de parados) a final de la década
- ◆ En un entorno de crecimiento modesto, exceso de capacidad productiva y política fiscal muy restrictiva, la creación de empleo superará en poco el aumento de la población activa, impidiendo una rebaja sustancial del paro
- ◆ La población activa y el número de empleados empezará a decaer a mitad de la década de los '20



España: las reformas estructurales pendientes

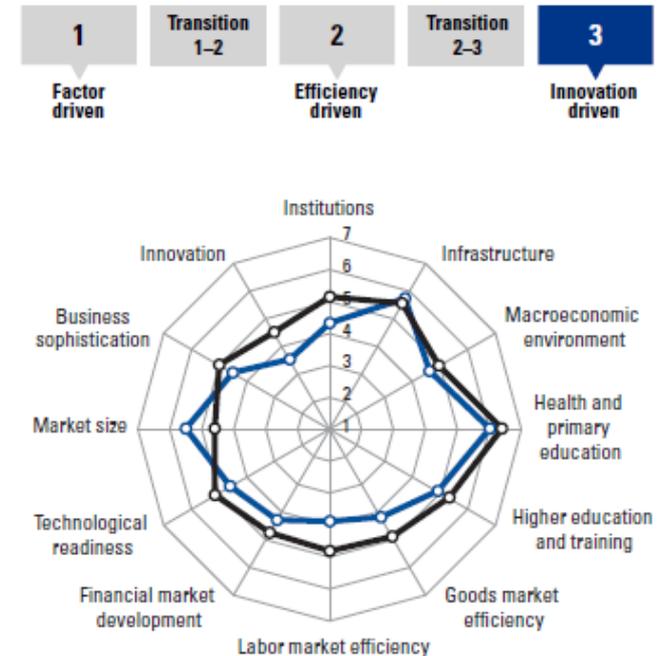
Informe de Competitividad Global 2010

España ha perdido 13 puestos en 2 años

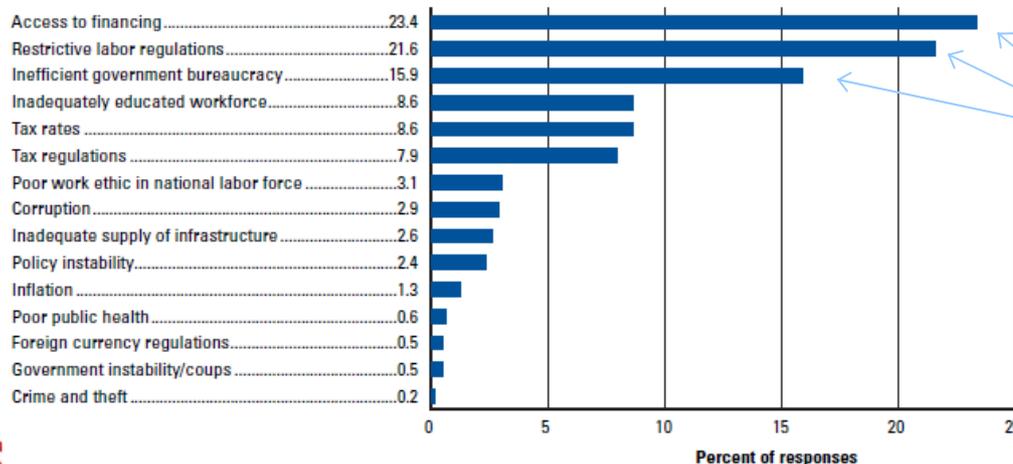
Fuente: The Global Competitiveness Report 2010-2011
© 2010 World Economic Forum

	Rank (out of 139)	Score (1-7)
GCI 2010-2011	42	4.5
GCI 2009-2010 (out of 133).....	33	4.6
GCI 2008-2009 (out of 134).....	29	4.7
Basic requirements	38	5.1
1st pillar: Institutions	53	4.3
2nd pillar: Infrastructure	14	5.7
3rd pillar: Macroeconomic environment	66	4.6
4th pillar: Health and primary education	49	6.0
Efficiency enhancers	32	4.6
5th pillar: Higher education and training	31	4.9
6th pillar: Goods market efficiency	62	4.2
7th pillar: Labor market efficiency	115	3.9
8th pillar: Financial market development.....	56	4.3
9th pillar: Technological readiness.....	30	4.6
10th pillar: Market size.....	13	5.5
Innovation and sophistication factors	41	4.0
11th pillar: Business sophistication	35	4.5
12th pillar: Innovation.....	46	3.5

Stage of development



The most problematic factors for doing business



Los mayores obstáculos a la competitividad son la restricción crediticia, el mercado laboral y la excesiva burocracia

España: las reformas estructurales pendientes

Informe de Competitividad Global 2010

INDICATOR	RANK/139		RANK/139		RANK/139
1st pillar: Institutions			4th pillar: Health and primary education		
1.01	Property rights	45	4.01	Business impact of malaria	1
1.02	Intellectual property protection	42	4.02	Malaria incidence*	1
1.03	Diversion of public funds	50	4.03	Business impact of tuberculosis	14
1.04	Public trust of politicians	75	4.04	Tuberculosis incidence*	39
1.05	Irregular payments and bribes	39	4.05	Business impact of HIV/AIDS	22
1.06	Judicial independence	66	4.06	HIV prevalence*	82
1.07	Favoritism in decisions of government officials	57	4.07	Infant mortality*	17
1.08	Wastefulness of government spending	101	4.08	Life expectancy*	9
1.09	Burden of government regulation	110	4.09	Quality of primary education	93
1.10	Efficiency of legal framework in settling disputes	74	4.10	Primary education enrollment rate*	4
1.11	Efficiency of legal framework in challenging regulations	65			
1.12	Transparency of government policymaking	70	5th pillar: Higher education and training		
1.13	Business costs of terrorism	117	5.01	Secondary education enrollment rate*	3
1.14	Business costs of crime and violence	52	5.02	Tertiary education enrollment rate*	17
1.15	Organized crime	60	5.03	Quality of the educational system	107
1.16	Reliability of police services	25	5.04	Quality of math and science education	114
1.17	Ethical behavior of firms	41	5.05	Quality of management schools	8
1.18	Strength of auditing and reporting standards	57	5.06	Internet access in schools	53
1.19	Efficacy of corporate boards	93	5.07	Local availability of research and training services	26
1.20	Protection of minority shareholders' interests	74	5.08	Extent of staff training	89
1.21	Strength of investor protection*	77			
2nd pillar: Infrastructure			6th pillar: Goods market efficiency		
2.01	Quality of overall infrastructure	22	6.01	Intensity of local competition	26
2.02	Quality of roads	20	6.02	Extent of market dominance	32
2.03	Quality of railroad infrastructure	13	6.03	Effectiveness of anti-monopoly policy	33
2.04	Quality of port infrastructure	18	6.04	Extent and effect of taxation	112
2.05	Quality of air transport infrastructure	31	6.05	Total tax rate*	112
2.06	Available airline seat kilometers*	8	6.06	Number of procedures required to start a business*	99
2.07	Quality of electricity supply	36	6.07	Time required to start a business*	117
2.08	Fixed telephone lines*	20	6.08	Agricultural policy costs	105
2.09	Mobile telephone subscriptions*	43	6.09	Prevalence of trade barriers	35
			6.10	Trade tariffs*	4
3rd pillar: Macroeconomic environment			6.11	Prevalence of foreign ownership	28
3.01	Government budget balance*	121	6.12	Business impact of rules on FDI	76
3.02	National savings rate*	71	6.13	Burden of customs procedures	44
3.03	Inflation*	16	6.14	Degree of customer orientation	66
3.04	Interest rate spread*	50	6.15	Buyer sophistication	47
3.05	Government debt*	105			
3.06	Country credit rating*	22	7th pillar: Labor market efficiency		
			7.01	Cooperation in labor-employer relations	103
			7.02	Flexibility of wage determination	124
			7.03	Rigidity of employment*	119
			7.04	Hiring and firing practices	137
			7.05	Redundancy costs*	89
			7.06	Pay and productivity	109
			7.07	Reliance on professional management	56
			7.08	Brain drain	52
			7.09	Female participation in labor force*	83
			8th pillar: Financial market development		
			8.01	Availability of financial services	25
			8.02	Affordability of financial services	23
			8.03	Financing through local equity market	81
			8.04	Ease of access to loans	85
			8.05	Venture capital availability	58
			8.06	Restriction on capital flows	44
			8.07	Soundness of banks	43
			8.08	Regulation of securities exchanges	112
			8.09	Legal rights index*	60
			9th pillar: Technological readiness		
			9.01	Availability of latest technologies	32
			9.02	Firm-level technology absorption	49
			9.03	FDI and technology transfer	57
			9.04	Internet users*	32
			9.05	Broadband Internet subscriptions*	29
			9.06	Internet bandwidth*	28
			10th pillar: Market size		
			10.01	Domestic market size index*	12
			10.02	Foreign market size index*	19
			11th pillar: Business sophistication		
			11.01	Local supplier quantity	15
			11.02	Local supplier quality	26
			11.03	State of cluster development	36
			11.04	Nature of competitive advantage	32
			11.05	Value chain breadth	25
			11.06	Control of international distribution	57
			11.07	Production process sophistication	40
			11.08	Extent of marketing	38
			11.09	Willingness to delegate authority	61
			12th pillar: Innovation		
			12.01	Capacity for innovation	42
			12.02	Quality of scientific research institutions	43
			12.03	Company spending on R&D	47
			12.04	University-industry collaboration in R&D	46
			12.05	Gov't procurement of advanced tech products	88
			12.06	Availability of scientists and engineers	47
			12.07	Utility patents per million population*	28

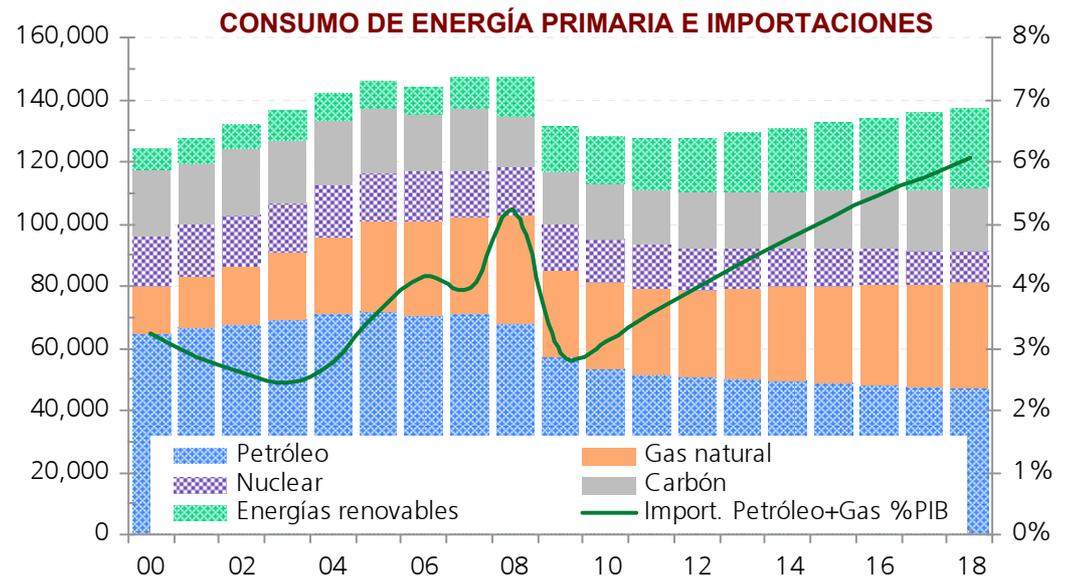
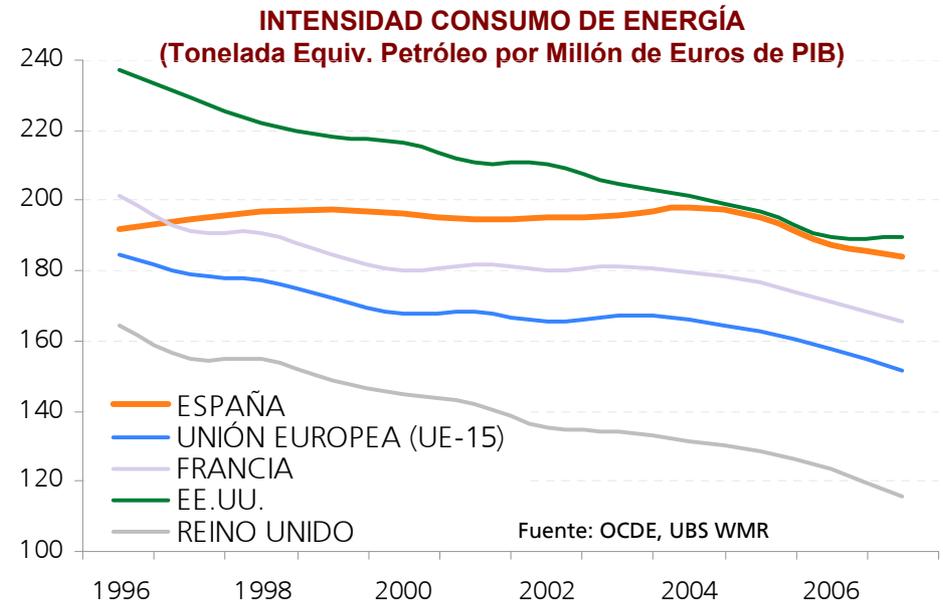
Fuente: The Global Competitiveness Report 2010-2011

© 2010 World Economic Forum

España: las reformas estructurales pendientes

Dependencia energética: extrema vulnerabilidad

- ◆ España apenas ha avanzado en resolver su dependencia exterior:
 - la eficiencia en el uso de energía apenas ha mejorado en 10 años
 - peso de hidrocarburos importados en energía primaria enorme >70%
- ◆ La recesión y el abaratamiento temporal del petróleo alivian la factura energética, aportando casi un 2% al PIB en 2009
- ◆ Las renovables ganan terreno: ya suponen más del 10% de la energía primaria y se espera que alcance el 20% hacia el año 2020
- ◆ En el escenario de UBS de subida sustancial del crudo a medio plazo, la factura se duplicaría, restando ~0.3% al PIB al año
- ◆ Hay que reducir urgentemente la vulnerabilidad de España a una eventual crisis energética global



Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, INE, UBS WMR

España: conclusiones

El ajuste fiscal impedirá crecer más del 1% hasta final de 2012

- ◆ España avanza rápidamente en la corrección de sus desequilibrios exterior e interior, con colapso de la inversión, aumento del ahorro y desapalancamiento de los hogares, empresas y bancos. Se reducen los déficit comercial y de balanza de pagos, aminorando la dependencia de la financiación extranjera
- ◆ La demanda interna privada comienza una lenta y frágil recuperación una vez que los hogares y las empresas avanzan en la recomposición de sus balances, el mercado laboral se estabiliza (paro ~19%) y repunta la inversión industrial
- ◆ Entre tanto, las Administraciones Públicas afrontan un drástico ajuste del déficit con recortes del gasto y la inversión y aumento de impuestos que lastrarán la actividad en el futuro. El Plan de Convergencia es factible, aunque requiere de medidas adicionales y de gran disciplina en los recortes de gastos
- ◆ La construcción residencial tocará suelo en actividad y precios en los próximos trimestres pero seguirá deprimido durante años por el exceso de oferta. El resto de la construcción afronta todavía la fase más dura de su ajuste
- ◆ La demanda externa es el único impulso real de la actividad, que permitirá un crecimiento cercano al 0.4% en 2011 y al 0.8% en 2012. Sólo a partir de ese momento, la demanda interna será capaz de tomar el relevo para alcanzar el nuevo potencial de crecimiento del PIB real, inferior ya al 2%
- ◆ España debe afrontar aún importantes reformas estructurales, en especial del sistema público de pensiones, del mercado laboral, del sistema educativo y en la eficiencia energética, en un prolongado esfuerzo para recobrar parte de la competitividad exterior perdida en los últimos 15 años

Consideraciones legales

*** La comunicación donde consta la presente advertencia y la información contenida en ella, constituye una comunicación de carácter publicitario de UBS Bank S.A., con fines meramente informativos, a los efectos de las normas de conducta aplicables a los servicios de inversión en España, y es suministrada con fines meramente informativos y publicitarios a sus destinatarios. Para su preparación se han adoptado las medidas razonables para que la información contenida en esta comunicación resulte suficiente y se presente de forma comprensible para sus destinatarios o para los receptores probables de la información. Sin embargo, UBS Bank S.A., no asume responsabilidad en caso de que dicha información sea accesible a quienes no han sido considerados como receptores probables de la misma al tiempo de su preparación y difusión.**

Es posible que la información contenida en la presente comunicación publicitaria pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada. Los destinatarios de la misma son invitados a solicitar dicha información adicional que puede ser facilitada por UBS Bank S.A., en el curso de la prestación de servicios, operaciones o productos. En tal caso, los destinatarios de la presente comunicación publicitaria son invitados a tener en consideración dicha información adicional de forma coherente con el contenido de la presente comunicación publicitaria.

En caso de que la información contenida en la presente comunicación publicitaria, incluya (i) una oferta para celebrar un acuerdo sobre un instrumento financiero, servicio de inversión o servicio auxiliar con quien responda a la comunicación, o (ii) una invitación a realizar una oferta para la celebración de un acuerdo en relación con un instrumento financiero, servicio de inversión o servicio auxiliar, los destinatarios de la misma son invitados a consultar los documentos pertinentes que contengan los términos y condiciones concretos de dicha oferta o invitación.

Sin perjuicio del cumplimiento por UBS Bank S.A., de las condiciones establecidas en la normativa pertinente en relación con las comunicaciones publicitarias sobre servicios, operaciones y productos de inversión, llamamos la atención de los destinatarios y de los receptores probables de la presente comunicación a que su contenido y forma no ha estado sujeta a verificación previa y/o aprobación o registro por ninguna autoridad financiera. En caso que lo hubiere estado, así como cualquier referencia a dicha autoridad supervisora en la presente comunicación, no debe entenderse como una indicación acerca del respaldo o aprobación por dicha autoridad a los servicios, operaciones y productos objeto de la presente comunicación publicitaria.

Consideraciones legales

* UBS Bank S.A. es una entidad de crédito domiciliada en España (María de Molina 4, 28006 Madrid - www.ubs.es), sujeta a la supervisión del Banco de España (Alcalá 48, 28014 Madrid), en cuyo Registro de entidades de crédito se encuentra inscrita con el número 0226 y es entidad adherida al Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios en España. UBS Bank S.A., se encuentra habilitada para la prestación de servicios de inversión sobre valores e instrumentos financieros de todo tipo a clientes, en relación con los cuales está sujeta a la supervisión de la comisión nacional del mercado de valores (CNMV, Paseo de la Castellana 19 - 28046 Madrid). Para cualquier información acerca de UBS Bank S.A., podrá dirigirse a la dirección anterior o acceder al sitio web www.ubs.es, donde encontrará información completa acerca de la entidad, sus productos y servicios.

* Los destinatarios o receptores probables de la presente comunicación / información, son advertidos de manera general de que los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o de los servicios de inversión referidos en la presente comunicación, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos más comunes, una disminución en dichos resultados brutos, que podrá ser mayor o menor dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate.

* Generalmente, los instrumentos financieros a que hace referencia la información contenida en la presente comunicación, debido a las características de sus componentes así como a su posible exposición a factores externos habituales en los mercados financieros, implican necesariamente la existencia de:

- riesgos a una evolución del mercado que no pueden preverse e incluso que pueden llegar a ser adversos para el valor de la inversión en tales instrumentos financieros, así como
- riesgos de liquidez y de otra naturaleza que pueden afectar a la evolución de la inversión, como consecuencia de los cuales, el inversor podría asumir, además del coste de adquisición del instrumento financiero, compromisos y otras obligaciones derivados de factores internos y externos asociados al mismo, pudiendo existir riesgo de pérdida total de la inversión.

Consideraciones legales

- * La información contenida en la presente comunicación hace o puede hacer referencia a rendimientos pasados o a datos sobre rendimientos pasados de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión, en consecuencia, los destinatarios o los receptores de la misma son advertidos de que dichas referencias a rendimientos pasados no son, ni pueden servir, como indicador fiable de posibles resultados futuros, ni como garantía de alcanzar tales resultados.**
- * La información contenida en la presente comunicación hace o puede hacer referencia a resultados anteriores de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión, en consecuencia, debe realizarse la advertencia general de que tales datos y cifras sobre rendimientos se refieren al pasado y no pueden servir ni como indicador fiable de posibles resultados futuros, ni como garantía de alcanzar tales resultados.**
- * La información contenida en la presente comunicación hace o puede hacer referencia a resultados futuros simulados de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras, o servicios de inversión, en consecuencia, debe realizarse la advertencia general de que tales previsiones sobre rendimientos no pueden servir como indicador fiable de posibles resultados futuros, ni como garantía de alcanzar tales resultados.**
- * Es posible que de entre la información contenida en la presente comunicación, existan datos o referencias basadas o que puedan basarse en cifras expresadas en una divisa distinta de la utilizada en el Estado Miembro de residencia de los destinatarios o receptores posibles de la presente comunicación. En tales casos, es necesario advertir de forma general que cualquier posible cambio al alza o a la baja en el valor de la divisa utilizada como base de dichas cifras puede provocar directa o indirectamente alteraciones (incrementos o disminuciones) de los resultados de los instrumentos financieros y/o servicios de inversión a los que hace referencia la información contenida en la presente comunicación. Las divisas utilizadas en la información contenida en la presente comunicación son el dólar estadounidense, el yen, la libra esterlina, el yuan chino y el franco suizo.

© UBS 1998-2009. El símbolo de la llave y UBS son marcas registradas y no registradas de UBS. Reservados todos los derechos.

Información de contacto

Madrid

UBS Bank, S.A.
María de Molina, 4
28006 Madrid
SPAIN
Tel: +34 91 745 7000
Fax: +34 91 745 7324

www.ubs.com

Barcelona

UBS Bank, S.A.
Avda. Diagonal 640, 2º
08017 Barcelona
SPAIN
Tel: +34 93 366 4700
Fax: +34 93 405 9280

www.ubs.com

Sevilla

UBS Bank, S.A.
Fernández y González, 2
41001 Sevilla
SPAIN
Tel: +34 954 507 800
Fax: +34 954 562 884

www.ubs.com

Bilbao

UBS Bank, S.A.
Alda Recalde, 36
48009 Bilbao
SPAIN
Tel: +34 944 250 370
Fax: +34 944 250 399

www.ubs.com

Valencia

UBS Bank, S.A.
Roger de Lauria, 7
46002 Valencia
SPAIN
Tel: +34 960 450 050
Fax: +34 963 528 862

www.ubs.com

Zaragoza

UBS Bank, S.A.
Coso 33
50003 Zaragoza
SPAIN
Tel: +34 976 700 800
Fax: +34 976 394 992

www.ubs.com

La Coruña

UBS Bank, S.A.
Cantón Pequeño, 15-4º
15003 La Coruña
SPAIN
Tel: +34 981 161 121
Fax: +34 981 161 148

www.ubs.com