

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Octubre 2007



Economía española: desaceleración en marcha ...  
... en un entorno global más incierto ...  
... pero con soportes importantes:  
un sistema financiero sólido y eficiente ...  
... y un mercado laboral dinámico

# Índice

Fecha de cierre: 15 de octubre de 2007

<b>1. En resumen</b>	<b>1</b>
<b>2. La economía española intensifica su dinámica de desaceleración</b>	<b>3</b>
Recuadro: "El ajuste en marcha del mercado inmobiliario gana en intensidad, en línea con lo previsto"	5
Recuadro: "La persistencia de las turbulencias financieras y los problemas de liquidez rebajan el dinamismo económico global"	8
<b>3. Un sistema financiero sólido y eficiente y el continuado dinamismo del mercado laboral son soportes clave de la economía española</b>	<b>9</b>
Recuadro: "Una política fiscal con margen de actuación"	11
<b>4. Resumen de previsiones</b>	<b>16</b>

## Han elaborado esta publicación:

J. Julián Cubero	34 91 537 36 72	<a href="mailto:jcubero@grupobbva.com">jcubero@grupobbva.com</a>
Cristina Fernández	34 91 374 73 20	<a href="mailto:cristina.fvidaurreta@grupobbva.com">cristina.fvidaurreta@grupobbva.com</a>
Juan Ramón García	34 91 374 33 39	<a href="mailto:juanramon.gl@grupobbva.com">juanramon.gl@grupobbva.com</a>
Virginia Pou	34 91 537 77 23	<a href="mailto:virginia.pou@grupobbva.com">virginia.pou@grupobbva.com</a>
Tomás Riestra	34 91 537 35 88	<a href="mailto:riestra.giner@grupobbva.com">riestra.giner@grupobbva.com</a>
Jorge Rodríguez-Vález	34 91 537 48 90	<a href="mailto:jorge.rv@grupobbva.com">jorge.rv@grupobbva.com</a>
Ana Rubio	34 91 374 33 42	<a href="mailto:arubiog@grupobbva.com">arubiog@grupobbva.com</a>

## 1. En resumen

La economía española se encuentra al comienzo del cuarto trimestre de 2007 en una etapa de desaceleración que va ganando intensidad paulatinamente desde su inicio en el segundo trimestre del año. La tasa de variación del PIB alcanzó su máximo del presente ciclo en el primer trimestre de 2007 con un aumento del 4,1% anual, el crecimiento más elevado desde el cuarto trimestre de 2000. Tras un crecimiento del 4,0% en el segundo, las previsiones del SEE BBVA son de unas tasas de variación del PIB en el tercer y cuarto trimestre de 2007 del 3,8% y 3,4%, respectivamente. Además, tras registrarse un crecimiento medio en 2007 del 3,8%, el perfil de desaceleración continuaría hasta registrarse un 2,5% a finales del año próximo, lo que supone un promedio anual del 2,8% en 2008.

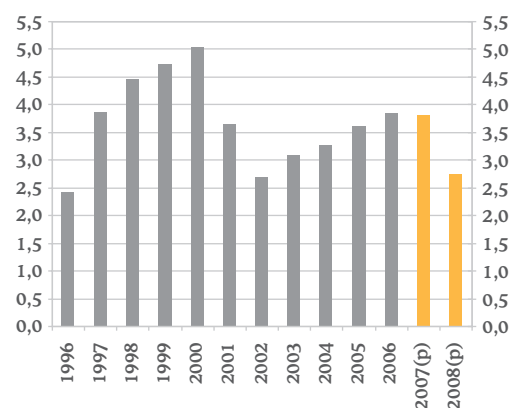
La desaceleración en marcha en la economía española es previa a las turbulencias iniciadas este verano en los mercados financieros internacionales. La intensidad y la duración de la crisis de liquidez generada están siendo más elevadas de lo considerado inicialmente, por lo que este choque financiero tiene un impacto a la baja en las perspectivas de crecimiento de la economía real, que hemos incorporado en el nuevo escenario de previsiones. Los canales de impacto de este episodio financiero en la economía son la reducción de la confianza de los agentes y de la riqueza en sus manos, factores que frenarán su impulso sobre el gasto. Adicionalmente, se añade desde la perspectiva de la oferta una menor disponibilidad de crédito dada la incertidumbre existente sobre el tamaño y la distribución de las pérdidas que finalmente tendrá la re-evaluación del precio de distintos instrumentos de crédito. Ello pone a la economía española en una situación de vulnerabilidad dados sus elevados niveles de inversión doméstica y exterior (no financiera y financiera) que, al ser superiores al ahorro doméstico, exigen de la apelación al ahorro del Resto del Mundo.

Todo ello confluye, como se ha señalado, en unas perspectivas de crecimiento en España del 3,8% y 2,8% en 2007 y 2008, respectivamente. Estas tasas, considerando incluso la revisión realizada para el año próximo de tres décimas a la baja desde la previsión anterior, siguen siendo relativamente elevadas. Ello es reflejo de los relevantes soportes con los que cuenta la economía española para sortear un entorno global menos dinámico y con mayor incertidumbre. En particular, cabe mencionar un sistema financiero muy eficiente, con un elevado nivel de provisiones y con fuentes de financiación y negocio diversificadas. También la situación de las empresas puede ser calificada en general de favorable, tras sostenidos crecimientos de beneficios ordinarios y una elevada diversificación sectorial y geográfica. Ahora es el momento de comprobar si la estrategia de inversión exterior de los últimos años ha sido la adecuada.

También los hogares españoles cuentan con fortalezas que permiten afrontar el escenario actual, tanto desde la perspectiva de su propia situación patrimonial, como desde la capacidad de la economía para generar renta. Ello les permitirá seguir atendiendo la carga financiera de la deuda asumida y, en particular, de la hipotecaria, algo que será objeto de especial atención dada la menor disponibilidad de crédito y la mayor sensibilidad de los prestamistas sobre la evolución del riesgo. En nuestra opinión, las favorables expectativas de generación de renta se apoyan en que la economía española continuará creando empleo en 2008. Así, se estima que el número de ocupados (EPA) crecerá en España ligeramente por encima del 2% en 2008 (3,4% es la previsión para 2007), con una tasa de paro que se elevará levemente, hasta el 8,2% de los activos. Este positivo diagnóstico se basa en que los crecimientos esperados para la actividad son sólo algo inferiores al PIB

Gráfico 1.1.

### España: tasa de crecimiento del PIB



Fuente: INE y SEE BBVA

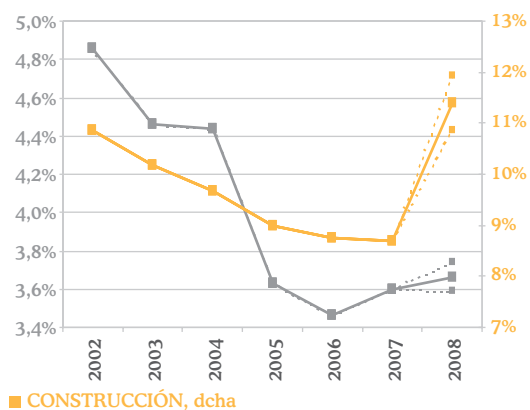
### Cuadro 1.1. España: Escenario macroeconómico

Tasa de crecimiento, salvo indicación expresa	2005	2006	2007	2008
<b>HOGARES</b>				
Consumo	4,2	3,7	3,2	2,8
(*)			-0,1	-0,1
Empleo EPA	5,6	4,1	3,4	2,1
(*)			0,0	-1,0
<b>EMPRESAS</b>				
Inversión en equipo	9,2	10,4	10,8	4,5
(*)			0,3	-2,2
Exportaciones	2,6	5,1	4,4	4,0
(*)			-0,7	-0,9
<b>SECTOR INMOBILIARIO</b>				
Inversión vivienda	5,9	6,4	3,5	0,0
(*)			-0,3	-1,0
Viviendas iniciadas (miles)	786	912	675	550
(*)			-25	-100
<b>PIB</b>				
(*)	3,6	3,9	3,8	2,8
			0,0	-0,3

Fuente: INE, M<sup>o</sup> Vivienda y SEE BBVA

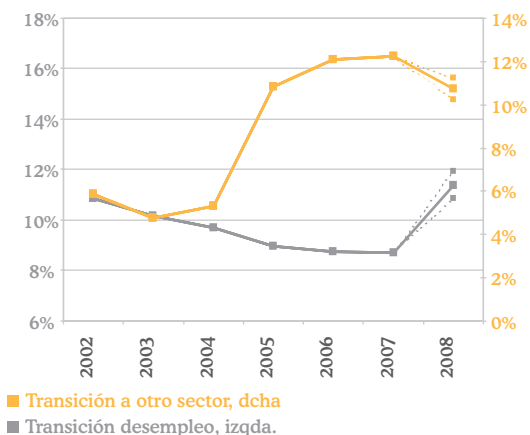
(\*) Diferencia respecto a previsiones anteriores

**Gráfico 1.2.**  
**Probabilidad de encontrarse**  
**desempleado condicionada a estar**  
**ocupado en el año anterior**



Fuente: SEE BBVA

**Gráfico 1.3.**  
**Probabilidades de trabajar en otro sector**  
**y de encontrarse desempleado**  
**condicionadas a estar ocupado en**  
**construcción el año anterior**



Fuente: SEE BBVA

potencial, niveles en los que la economía crea empleo sin problemas. Además, el SEE BBVA ha estimado los flujos de entrada y salida de personas en el mercado laboral, tanto entre ocupación y desempleo, como entre ocupación e inactividad, e incluso de cambio de sector para el caso de la construcción. El análisis realizado muestra que la probabilidad de un ocupado de perder su empleo es significativamente inferior a la de cambiar de sector de actividad, tanto para la economía en su conjunto, como para la construcción. Es decir, no todos los ocupados que pierdan su empleo como consecuencia de la desaceleración se convertirán en parados, sino que una proporción relevante cambiará de sector. En un escenario como el previsto para 2007 y 2008, el efecto de la ralentización económica sobre la creación de empleo será acotado, tanto porque la movilidad intersectorial es elevada, como por la mejora de las características de la población activa que se ha producido en los últimos años, por ejemplo nivel educativo, y que facilitan su versatilidad.

Con todo, siendo verdad que el escenario global actual es menos dinámico y más incierto, especialmente en lo relativo a la disponibilidad de liquidez, la economía española cuenta con fortalezas y soportes específicos que permiten esperar un proceso de desaceleración algo más intenso, pero en todo caso, acotado en su magnitud y ordenado en su desarrollo.

## 2. La economía española intensifica su dinámica de desaceleración

2007: punto de giro cíclico en el primer semestre causado por la dinámica propia de la economía española ...

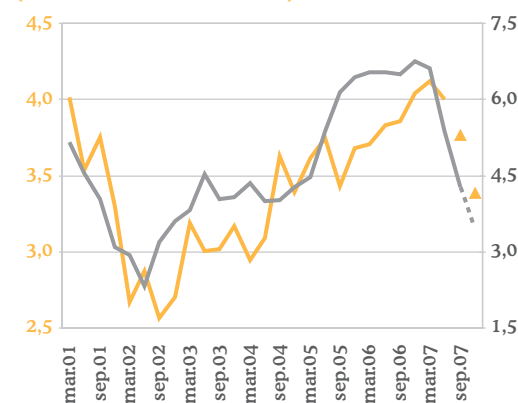
La información coyuntural disponible permite concluir que la economía española ha intensificado su ritmo de desaceleración. Según nuestras estimaciones, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre que acaba de terminar se situaría en una cifra del 3,8%, dos décimas menos que en el segundo, en una situación acorde con lo que preveíamos en nuestra anterior edición de Situación España. No existen factores que permitan prever cambios relevantes en esta tendencia en lo que queda de año, que llevaría al PIB del cuarto trimestre al 3,4% interanual. En su conjunto, ahora se espera que el crecimiento del PIB se sitúe en el 3,8%, apenas una décima menos que el crecimiento medio del año pasado, para desacelerarse de forma más notable en 2008, hasta el 2,8%.

Los datos más recientes de la Contabilidad Nacional, correspondientes al segundo trimestre de 2007, confirmaron el comienzo de la desaceleración de la economía española, manteniendo la tendencia hacia un crecimiento más equilibrado entre sus componentes de demanda nacional y exterior. La desaceleración en el crecimiento del PIB, de una décima hasta el 4,0% anual, vino impulsada por la moderación de la demanda doméstica, puesto que la contribución de la demanda exterior se mantuvo en -0,9 puntos porcentuales (pp). La moderación de la demanda nacional se produjo, sobre todo, en el gasto de los hogares en consumo y vivienda. Sin embargo, la inversión empresarial en equipo, apoyada en los sostenidos beneficios empresariales y las expectativas de demanda exterior, mantuvo el dinamismo en tasas de crecimiento del 13%, históricamente elevadas, y que compensaron la moderación de la inversión en construcción. Por su parte, tanto exportaciones como importaciones experimentaron aumentos en sus tasas de crecimiento frente a las del primer trimestre, mayores en el caso de las primeras, pero por debajo de las expectativas. La razón cabe buscarla en el entorno exterior, puesto que el crecimiento en el trimestre

Gráfico 2.1.

España: PIB e Indicador Sintético de Actividad BBVA

(crecimiento interanual %)



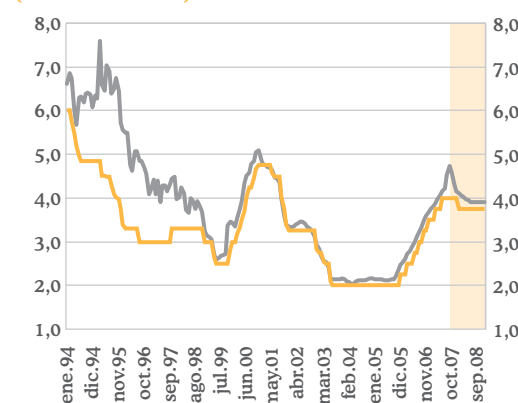
■ ISA BBVA, dcha.

■ PIB, izqda.

Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 2.2.

Tipos de interés en la Zona del Euro (media mensual)



■ Tipo de referencia

■ Euribor 3 meses

Fuente: SEE BBVA

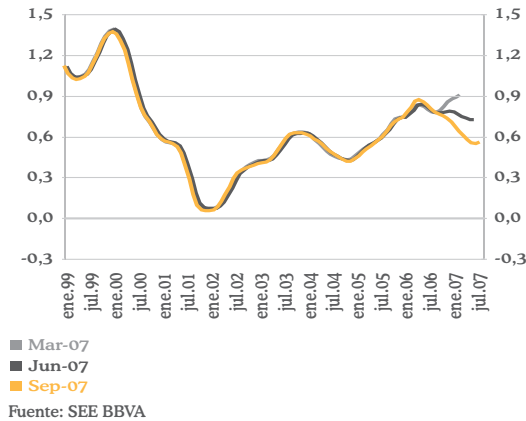
Cuadro 2.1. España, PIB Base 2000

tasas a/a	1tr06	2tr06	3tr06	4tr06	1tr07	2tr07	3tr07	4tr07	1tr08	2tr08	3tr08	4tr08	2005	2006	2007	2008
Consumo hogares	4,1	3,5	3,7	3,7	3,4	3,3	3,2	3,0	3,0	2,9	2,7	2,5	4,2	3,7	3,2	2,8
Consumo AA.PP.	4,9	4,0	4,8	5,7	5,7	5,5	5,2	5,2	5,5	5,0	5,0	5,0	5,5	4,8	5,4	5,1
FBCF	7,8	5,7	6,8	7,0	6,6	6,6	5,6	4,2	3,5	3,0	2,7	2,2	6,9	6,8	5,8	2,9
Equipo y Otros	8,9	6,0	8,3	9,5	9,1	9,8	7,7	5,6	4,8	4,0	3,7	3,0	8,1	8,2	8,0	3,9
Equipo	10,0	7,4	11,0	13,0	13,3	13,0	10,1	6,9	5,7	4,6	4,3	3,2	9,2	10,4	10,8	4,5
Otros Productos	7,1	3,8	3,7	3,8	2,3	4,3	3,5	3,2	3,0	2,9	2,7	2,6	6,4	4,6	3,3	2,8
Construcción	7,1	5,5	5,9	5,5	5,2	4,6	3,9	3,1	2,4	2,1	1,8	1,5	6,1	6,0	4,2	1,9
Vivienda	7,8	6,2	6,5	5,3	4,0	3,7	3,5	3,0	1,0	0,3	-0,4	-1,0	5,9	6,4	3,5	0,0
Resto	6,2	4,9	5,4	5,7	6,4	5,7	4,2	3,2	3,7	3,7	3,7	3,7	6,3	5,5	4,9	3,7
Var. existencias (*)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	5,5	4,5	5,1	5,3	5,0	4,9	4,6	4,1	3,9	3,6	3,4	3,2	5,3	5,1	4,6	3,5
Exportaciones	5,7	4,9	4,2	5,7	3,7	4,8	4,5	4,4	3,9	3,8	4,0	4,2	2,6	5,1	4,4	4,0
Bienes	5,2	3,9	4,5	4,8	3,6	4,8	4,3	4,5	4,0	3,8	4,1	4,4	1,1	4,6	4,3	4,1
Importaciones	10,6	6,1	7,5	8,9	5,9	6,7	5,5	5,0	5,1	4,9	4,8	4,7	7,7	8,3	5,8	4,9
Bienes	10,4	4,7	8,0	9,1	5,6	6,3	5,6	5,3	5,0	4,7	4,6	4,5	7,1	8,0	5,7	4,7
Saldo exterior (*)	-1,8	-0,7	-1,2	-1,3	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-1,7	-1,3	-0,8	-0,8
PIB pm	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,0	3,8	3,4	3,0	2,8	2,7	2,5	3,6	3,9	3,8	2,8
Empleo total, Contabilidad Nacional													3,2	3,2	2,9	1,5
Pro-memoria, Hogares																
Renta Disp. real, % a/a													3,2	3,1	4,0	2,3
Renta Disp. nominal, % a/a													6,5	6,5	6,5	4,5
Tasa de Ahorro (% renta)													10,6	10,1	10,8	10,4

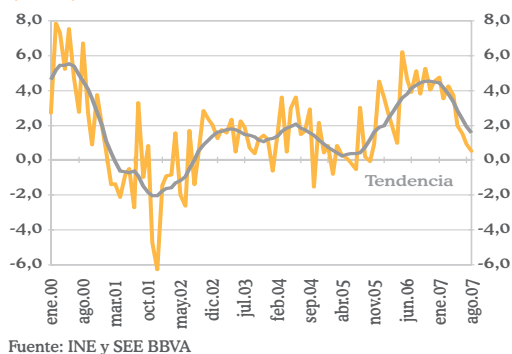
(\*) contribuciones al crecimiento

Fuente: INE y previsiones BBVA

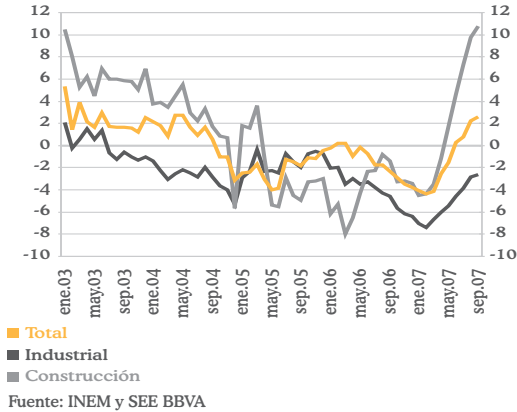
**Gráfico 2.3.**  
**Indicador de Actividad IA BBVA**  
(tendencia)



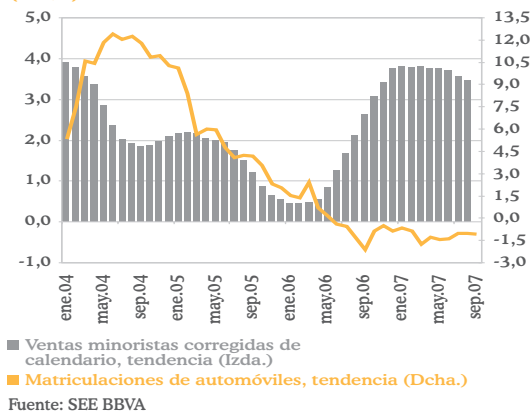
**Gráfico 2.4.**  
**España: IPI corregido calendario**  
(% a/a)



**Gráfico 2.5.**  
**Paro registrado por sectores**  
(Variación interanual en %)



**Gráfico 2.6.**  
**España: indicadores de gasto del 3T07**  
(% a/a)



del conjunto de la zona euro (2,5%) resultó también inferior a lo esperado. Con todo, el inicio de un proceso de desaceleración es coherente con la menor holgura de las condiciones financieras tras un período de tipos de interés excepcionalmente bajos (ver gráfico 2.2). La economía española, por tanto, cerró un primer semestre de elevado dinamismo, pero iniciando una senda de desaceleración que se preveía que continuase en 2008, incluso antes de la revisión bajista del escenario global realizada tras el inicio del actual episodio de turbulencias financieras.

**... y desaceleración en la segunda mitad de 2007 intensificada por un entorno global menos dinámico**

La información coyuntural recibida hasta la fecha es todavía incompleta para poder caracterizar el tercer trimestre del año, periodo en parte anterior al pleno desarrollo de la crisis de liquidez surgida de las turbulencias financieras. Con todo, las tendencias de los datos conocidos apuntan a una moderación del pulso de la actividad económica en el segundo semestre de 2007, tal y como ilustra el Indicador de Actividad BBVA (IA BBVA) con información hasta septiembre. La dinámica propia de desaceleración que mostraba la economía española se intensifica por el episodio de crisis crediticia, al aumentar la vulnerabilidad tanto de hogares como de empresas, necesitados de incrementar sus pasivos financieros para afrontar sus inversiones, tanto financieras como reales.

En síntesis, la economía española continuaría desacelerándose en línea con el escenario previsto por el SEE BBVA y, particularmente, en el sector inmobiliario. Los indicadores muestran que la oferta inmobiliaria comienza a dar señales contundentes de desaceleración y que la demanda de vivienda continúa frenándose (ver recuadro adjunto). En cuanto a la industria, cabe señalar que, hasta el momento, su dinamismo no está bastando para suplir a la construcción como motor de la economía. Es cierto que se convirtió en el segundo trimestre en el sector con un mayor crecimiento del VAB (excluida la agricultura), pero el sector no es ajeno al proceso general de desaceleración. Los indicadores más recientes sobre su evolución muestran una continuación de este proceso, tal y como se puede ilustrar con la evolución del paro registrado en el sector o del índice de producción industrial.

La evolución de los indicadores del mercado laboral es quizás una de las señales clave del proceso de paulatino enfriamiento de la economía española. A falta de conocer los datos de la EPA del tercer trimestre, los datos derivados de los registros administrativos de paro registrado y de Seguridad Social, con datos cerrados para septiembre, abundan en la idea de una moderación en la creación de empleo coherente con una desaceleración de la economía. Así, el crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social durante el tercer trimestre fue del 2,7%, 0,6 pp menos que en el trimestre anterior. Por su parte, el paro registrado muestra una tendencia al deterioro desde el principio del año, y se ha mantenido durante parte del segundo trimestre y todo el tercero en tasas de crecimiento interanuales positivas que paulatinamente se han ido acelerando. Como puede verse en el gráfico, el brusco deterioro en la construcción no ha sido compensado por la evolución del desempleo en la industria, que cada vez registra descensos en el número de parados menos intensos.

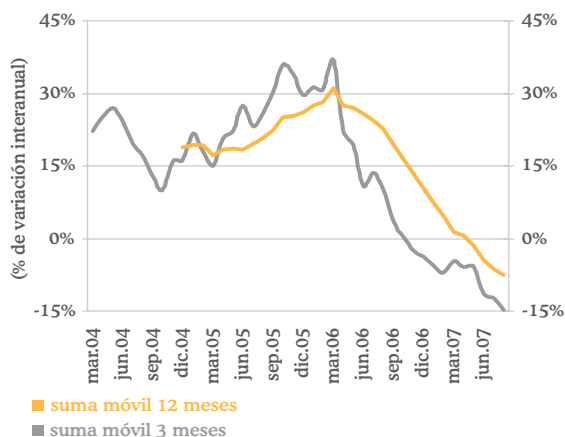
La tendencia de desaceleración cabe igualmente para los indicadores del gasto. Éstos oscilan entre la moderación y el retroceso, como ocurre con las matriculaciones de automóviles o las ventas minoristas. Por su parte, la información referida al sector exterior es todavía muy escasa, pero apuntaría a un tercer trimestre de mayor dinamismo tanto de las exportaciones como de las importaciones, tal y como apuntan los datos llegados de Aduanas (hasta julio) y de las exportaciones e impor-

## El ajuste en marcha del mercado inmobiliario gana en intensidad, en línea con lo previsto

El proceso de moderación en el que se encuentra inmerso el mercado inmobiliario en los últimos tres años ha incrementado su ritmo de intensidad durante este año.

La demanda residencial ha continuado acusando el paulatino deterioro de los ratios de accesibilidad, lo que se ha reflejado en una caída en las transacciones de vivienda y en la demanda de crédito para su adquisición. Los tipos de interés hipotecarios acumulan una subida superior a los 2 puntos porcentuales y se situaron en agosto en el 5,43%, nivel no observado desde finales de 2001, elevando el esfuerzo financiero familiar neto para la adquisición de una vivienda hasta el 26% de sus ingresos salariales en media.

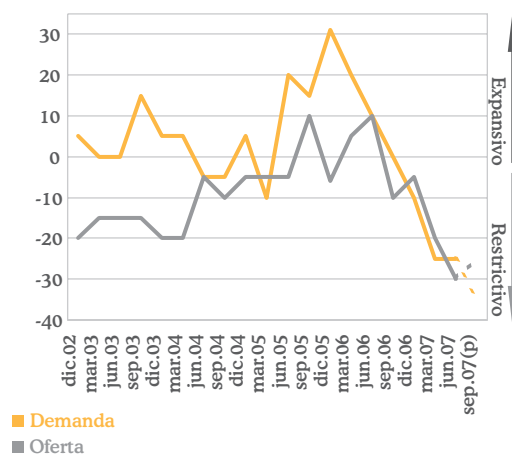
### Evolución de las nuevas operaciones de crédito a la adquisición de vivienda



Fuente: Banco de España

A pesar de que no es de esperar que esta ratio sufra mayores deterioros en los próximos dos años, debido a que los tipos de interés han alcanzado un máximo y a que continuará la desaceleración de los precios de la vivienda, otros factores van a mantener el actual tono de la demanda. Por un lado, la renta de los hogares aumentará a un ritmo inferior en los próximos años como consecuencia de la desaceleración de la economía española. Por otro, como consecuencia de este cambio de tendencia en el crecimiento económico y de la re-evaluación del riesgo de crédito experimentada como consecuencia de la crisis de liquidez, se está produciendo un tensionamiento de las condiciones de oferta por parte de las entidades bancarias. Así, como refleja la encuesta de préstamos bancarios del Banco de España y la más reciente publicada por el Banco Central Europeo, las entidades han comenzado a exigir mayores garantías a la hora de conceder un préstamo a la adquisición de la vivienda, lo que compensará en parte las mejoras de accesibilidad que se observarán en los próximos meses vía tipos de interés.

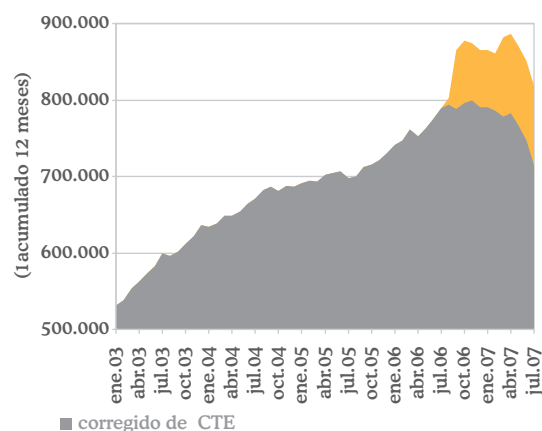
### Encuesta sobre préstamos bancarios Crédito a la vivienda



Fuente: Banco de España

Por el lado de la oferta, durante los últimos meses se ha intensificado la caída de la solicitud de visados de iniciación de obra. De hecho, durante los primeros siete meses del año, el número de visados ha caído un 10% respecto al mismo periodo del año anterior. Además, este descenso se ha producido de forma bastante generalizada, mostrando una caída en tres de cada cuatro provincias españolas, y con una intensidad mayor en las principales ciudades españolas. Es de esperar que esta desaceleración gane en intensidad en lo que queda de año y se mantenga durante 2008 ya que, a la mayor debilidad de la demanda, se une unas condiciones financieras más restrictivas para las empresas promotoras de cara a financiar nuevos proyectos. De este modo, es de esperar que en 2007 se registren 675.000 visados, una cifra sensiblemente inferior a la del año anterior (911.000) y que no superen los 550.000 en 2008.

### Visados de viviendas



Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA

No obstante, esta moderación en la actividad era algo necesario de cara al mantenimiento del ajuste ordenado del mercado, dado el relativo retraso que la actividad llevaba en relación a la moderación experimentada por la demanda.

Para el próximo año, en un contexto de menor crecimiento de la renta de los hogares, pero con creación neta de empleo y en un entorno de mayor moderación de la actividad constructora es de prever que los precios mantengan su moderación ordenada y, tras cerrar este año con un crecimiento cercano a la inflación, registren una desaceleración adicional con un crecimiento promedio del 1,4%.

En este contexto de corto plazo, se mantienen los condicionantes para que este ajuste sea ordenado, debido a que no se prevé que se produzca un deterioro en la capacidad de pago de los hogares y a que continúan existiendo

soportes de medio plazo. Así, este ajuste no tendrá un carácter permanente dados los fundamentos del sector desde una perspectiva de largo plazo, y en particular de la demanda potencial de vivienda por parte de residentes y no residentes. El número promedio de hogares formados en los últimos dos años se acerca a los 500 mil anuales, doblando las cifras vigentes a comienzos de la década. Ello supone un claro indicativo de la demanda potencial de vivienda al que habría que añadir además el segmento de segunda vivienda por parte de residentes y el de vivienda vacacional turística por no residentes. Las perspectivas demográficas de España y Europa avalan unas sostenidas expectativas de aumento del número bruto de hogares residentes en España (nativos y no nativos) y de aumento de los tramos de población de mayor edad en Europa, principal demandante de vivienda turística.

Gráfico 2.7.

**España: crecimiento del PIB**

(% a/a)

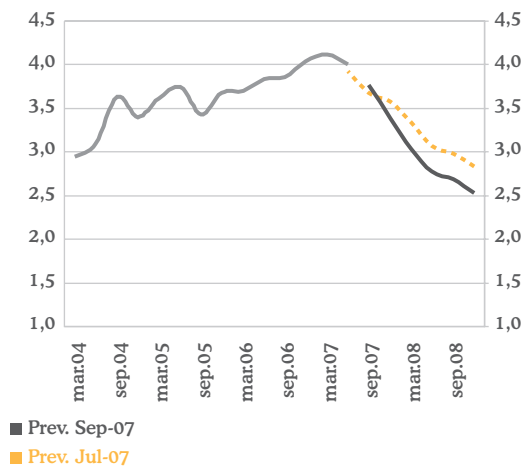
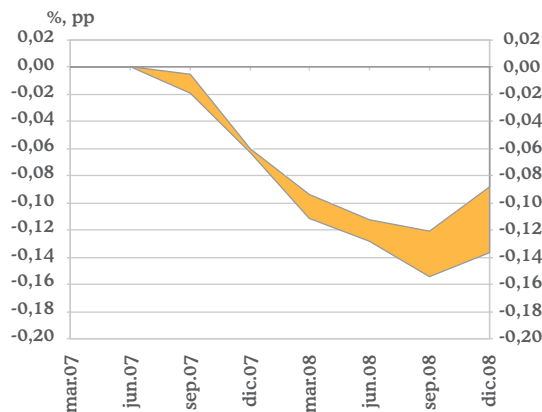


Gráfico 2.8.

**España, impacto en el crecimiento del cambio de escenario de PIB y tipos de interés en la Zona Euro**



taciones de las grandes empresas (hasta agosto). En todo caso, las señales que de estos indicadores pueden extraerse permiten descartar que el sector exterior vaya a experimentar un cambio tal que pudiera compensar la evidente pérdida de dinamismo de la demanda nacional.

**¿Y en 2008? continuará la desaceleración económica en un entorno global menos dinámico, con unos tipos de interés más bajos pero con peor disponibilidad de crédito**

Como puede observarse en el gráfico adjunto, las previsiones actuales del SEE BBVA para el crecimiento de la economía española son más bajas que las estimaciones de hace apenas unos meses. El episodio de turbulencias financieras iniciado el pasado verano, que está teniendo una intensidad y duración mayor de lo considerado inicialmente, ha provocado una moderación de las perspectivas de crecimiento global. Por ello, la dinámica propia de desaceleración que venía experimentando la economía española hasta agosto se ve intensificada por los cambios en el escenario global.

El nuevo escenario global incorpora una revisión a la baja de 0,3 pp en el crecimiento esperado para la economía española en 2008, desde el 3,1% al 2,8%. Un elemento relevante tomado en consideración es una menor disponibilidad de crédito como consecuencia de la re-evaluación de riesgos. Si este factor no se hubiese tenido en cuenta, las revisiones a la baja del crecimiento habrían sido de menor magnitud, como se observa en el gráfico 2.8. En el mismo se recoge el resultado de simular<sup>1</sup> el impacto en el crecimiento español de la revisión realizada en las previsiones de crecimiento y tipos de interés europeos entre julio y septiembre de este año, pero sin considerar como elemento adicional el grado de restricción de liquidez en los mercados financieros. En el modelo, los efectos de la bajada de tipos se compensan frente a la disminución del dinamismo del sector exterior, de forma que el efecto neto es una revisión inferior a la mitad de la obtenida finalmente al considerar las restricciones de liquidez. Por otra parte, lo acotado de la

<sup>1</sup> Para ello se utiliza un modelo estocástico de equilibrio general dinámico, conocido como DSGE por sus siglas en inglés. En el gráfico se representan igualmente las bandas de confianza de la estimación.



revisión finalmente realizada descansa en que hay que tomar en consideración la existencia de fortalezas específicas de nuestra economía que permiten afrontar el nuevo entorno. Se trata de soportes, que se analizan en el punto tercero de este informe, ligados a la eficiencia y solidez del sistema financiero y a la sostenida capacidad de generación de rentas por parte de los hogares en un escenario en el que se seguirá creando empleo.

La rebaja de la previsión de crecimiento de la economía española para 2008 se concreta en una moderación más acusada en el gasto de los hogares, sobre todo en vivienda pero también en consumo, y en el menor crecimiento esperado de exportaciones e inversión en equipo. Los hogares continuarán con un proceso de moderación de su gasto en consumo de un modo algo más intenso de lo previsto. Dos factores están detrás de esta revisión. Por una parte es de esperar que la confianza de los consumidores, que ya venía deteriorándose desde principios de año, sufra caídas adicionales en los próximos meses y acompañe en intensidad a la confianza industrial, que ya venía moderándose con fuerza desde el segundo trimestre. En segundo lugar, la evolución menos favorable de la renta variable, junto con menores crecimientos en los precios de la vivienda (en definitiva, el menor efecto riqueza) será un elemento de contención adicional al crecimiento del consumo. Con todo, el impacto sería de apenas una décima respecto a las previsiones anteriores, dado que la situación económica de las familias españolas cuenta con soportes relevantes. La generación de empleo prevista para los próximos años, como veremos en el tercer punto, garantiza un buen ritmo de aumento de la renta, aunque más moderado que en años precedentes. Por otra parte, y aunque es cierto que el endeudamiento familiar ha ido aumentando paulatinamente hasta alcanzar en el primer trimestre de 2007 el 127% de su renta disponible, las familias han recurrido al endeudamiento para financiar fundamentalmente aumentos de patrimonio, lo que ha contribuido a que se mantenga una saneada situación patrimonial, y de hecho la ratio de deuda financiera sobre riqueza neta de las familias españolas se sitúa como una de las más bajas de los países de nuestro entorno, como puede verse en el gráfico adjunto.

El menor crecimiento económico mundial afecta directamente a las ventas al extranjero de bienes y servicios españoles y al ciclo inversor empresarial, que se había beneficiado muy notablemente de la solidez del entorno exterior. La incertidumbre actual ha comenzado a pasar factura sobre la confianza, y ya ha dejado vislumbrar un freno considerable sobre los indicadores de inversión en equipo, por ejemplo en la producción industrial de bienes de equipo o las importaciones de bienes de capital. Las perspectivas pasan por un segundo semestre de 2007 muy alejado del dinamismo del primero, que dará paso a un recorte adicional en 2008, que cerrará en media con un crecimiento inferior a la mitad del registrado en 2007, y poniendo fin al intenso proceso de capitalización experimentado por la economía española desde 2005. En lo que se refiere al crecimiento de las exportaciones, también se revisa a la baja en 0,7 pp en 2007 (hasta el 4,4%) y casi en un punto para 2008 (hasta el 4,0%). La moderación del escenario de crecimiento de la UEM tras un decepcionante segundo trimestre ha sido determinante en la revisión de estas cifras.

Por último, cabe señalar que las tensiones de liquidez en los mercados financieros hacen pensar que, además del freno del gasto en vivienda, se podría producir cierta moderación en su oferta, ligada a la re-evaluación de la preferencia por el riesgo de los inversores que produciría a su vez una menor accesibilidad al crédito. Con ello, el ajuste gradual ya en marcha en el sector inmobiliario se haría algo más intenso, como se refleja en la tabla de previsiones de gasto en vivienda y de número de viviendas iniciadas.

## Cuadro 2.2. España: Escenario macroeconómico

Tasa de crecimiento, salvo indicación expresa	2005	2006	2007	2008
<b>HOGARES</b>				
Consumo	4,2	3,7	3,2	2,8
	(*)		-0,1	-0,1
Empleo EPA	5,6	4,1	3,4	2,1
	(*)		0,0	-1,0
<b>EMPRESAS</b>				
Inversión en equipo	9,2	10,4	10,8	4,5
	(*)		0,3	-2,2
Exportaciones	2,6	5,1	4,4	4,0
	(*)		-0,7	-0,9
<b>SECTOR INMOBILIARIO</b>				
Inversión vivienda	5,9	6,4	3,5	0,0
	(*)		-0,3	-1,0
Viviendas iniciadas (miles)	786	912	675	550
	(*)		-25	-100
<b>PIB</b>				
	3,6	3,9	3,8	2,8
	(*)		0,0	-0,3

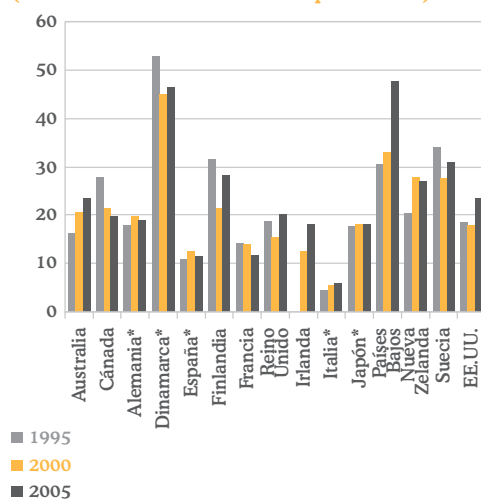
Fuente: INE, Mº Vivienda y SEE BBVA

(\*) Diferencia respecto a previsiones anteriores

Gráfico 2.9.

### Apalancamiento familiar

(Deudas financieras sobre riqueza neta)



■ 1995

■ 2000

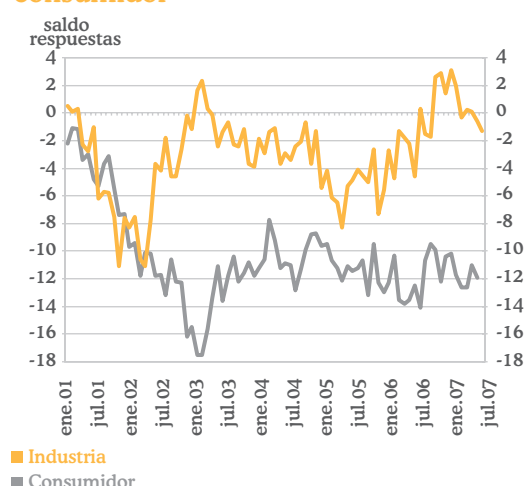
■ 2005

\*último dato 2004

Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.10.

### España: confianza industrial y del consumidor



■ Industria

■ Consumidor

Fuente: Comisión Europea y SEE BBVA

## La persistencia de las turbulencias financieras y los problemas de liquidez rebajan el dinamismo económico global

Desde finales de julio se ha producido un fuerte repunte de la aversión al riesgo en los mercados financieros, con una huida hacia la calidad por parte de los inversores y una ampliación de los *spread* del crédito corporativo y de los activos soberanos emergentes, así como una acusada caída de sus rentabilidades, escasez de papel comercial y disminución del plazo de vencimiento. La desconfianza entre los agentes sobre la calidad de los activos ha generado tensiones en los principales mercados interbancarios y un aumento de la preferencia por la liquidez. Los bancos centrales han recurrido a las inyecciones de liquidez en frecuencias no programadas como medio de atajar esta situación. La FED, además, rebajó tipos en 50 puntos básicos.

Aunque todavía es demasiado pronto para tener evidencia de los efectos de esta crisis de liquidez sobre la actividad económica real, cabe decir que, en la fecha de cierre de este informe, las medidas adoptadas por los bancos centrales no han evitado que el *shock* de liquidez persista más allá de lo esperado, creciendo la preferencia de los bancos por la liquidez.

Los canales de transmisión de un problema de liquidez o de crédito sobre la economía real están claramente identificados: en primer lugar, la moderación bursátil y del precio de la vivienda llevará a un efecto riqueza menos intenso; en segundo lugar, parece razonable pensar que se producirá un deterioro de las expectativas de los agentes, lo cual redundará en una moderación de la demanda; en tercer y último lugar, una valoración más adecuada por parte de las entidades financieras de los riesgos asumidos derivará en una menor disponibilidad de crédito por los agentes de la considerada hasta ahora.

Con todo, se plantea un panorama en el que la economía mundial crecerá menos de lo contemplado hasta el momento. No obstante, el alcance de esta revisión a la baja de las expectativas de crecimiento es limitado dado el soporte que proporciona el descenso generalizado de las perspectivas de tipos de interés. Para la economía estadounidense se esperan tasas de crecimiento del 1,9% para este año y del 2,2% para el que viene. En Europa, por su parte, la rebaja del crecimiento esperado en 2008 desde el 2,4% al 2,0% es el resultado no sólo de las turbulencias financieras, sino también de la sorpresa negativa respecto a las expectativas de la variación del PIB en el primer semestre del año.

En el grupo de economías emergentes los cambios son muy limitados. Así, América Latina, con unos soportes macroeconómicos mejores que en episodios anteriores de turbulencias financieras, ve rebajado su crecimiento en sólo 0,2 pp en 2008. Por su parte, la economía china crecerá todavía a tasas muy elevadas. Por tanto, aunque el crecimiento mundial se desacelerará, mantendrá tasas superiores al 4,0%.

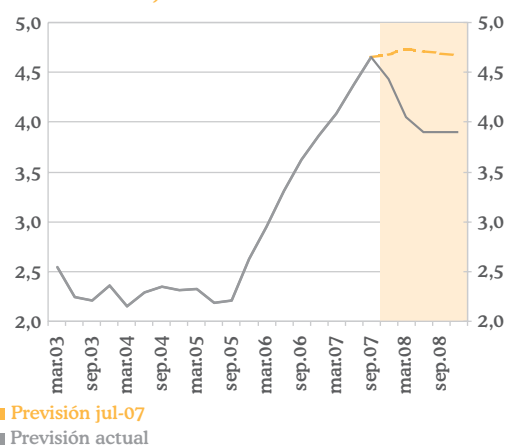
### Previsiones de crecimiento del PIB

	Actual (%)		Variación (pp)	
	2007	2008	2007	2008
EE.UU.	1,9	2,2	-0,4	-0,6
UEM	2,5	2,0	-0,2	-0,4
España	3,8	2,8	0,0	-0,3
Latam	5,1	4,6	0,0	-0,2
Latam ex-México	5,7	5,0	-0,1	-0,1
México	3,0	3,4	-0,2	-0,5
China	10,9	9,9	-0,1	-0,3
Mundo	4,6	4,4	-0,2	-0,3

Fuente: SEE BBVA

Endógeno a este escenario se produce un cambio en las expectativas de las políticas monetarias de los principales bancos centrales. Tras la bajada de tipos del pasado 18 de septiembre por parte de la FED, se descuentan nuevas disminuciones antes de fin de año, incluso en la reunión del 31 de octubre. Por su parte, el BCE interrumpió en septiembre las alzas previstas de tipos de interés en el 4%. En un escenario de apreciación considerable del euro, revisiones a la baja de crecimiento y riesgos a la baja, las previsiones apuntan a un proceso de distensión de tipos oficiales, que incluso podría comenzar en la reunión de enero. Con ello, las previsiones sobre tipos, por ejemplo el Euribor a un año mostrado en el gráfico, son inferiores a lo previsto anteriormente. Ello es un factor de soporte para economías como la española, en proceso de desaceleración cíclica y con niveles de carga financiera relativamente elevados.

### UEM: Euribor a 12 meses (promedio trimestral)



Fuente: SEE BBVA

### 3. Un sistema financiero sólido y eficiente y el continuado dinamismo del mercado laboral son soportes clave de la economía española

#### El sistema financiero español, eficiente y solvente, es una fortaleza clave ante turbulencias de origen financiero

La incertidumbre financiera actual coloca a los sistemas bancarios internacionales en una situación vulnerable. Sin embargo, el sistema financiero español presenta una fortaleza relativa frente a sus homólogos en otros países que es importante destacar.

En primer lugar, cabe decir que el sistema financiero español es el más eficiente de Europa. Si tomamos la medida estándar de eficiencia, el cociente entre los gastos de explotación y el margen ordinario, el sistema financiero español muestra una ratio de 48%, frente al 60% de la Unión Europea. Ello es resultado, por un lado, de un proceso muy importante de contención de los costes. A pesar de que la capilaridad típica de la red de sucursales y cajeros española implica un coste elevado, se han implementado ambiciosos procesos de reducción de costes, asociados en gran medida a la introducción de nuevas tecnologías. Por otro lado, la rentabilidad de los negocios bancarios se sigue manteniendo en niveles razonables, a pesar de que la mayor competencia de los mercados financieros y el estrechamiento de los *spread* han hecho caer las rentabilidades.

En segundo lugar, es notoria la diversificación del sistema bancario. La banca española responde al modelo de Banca Universal, ofreciendo una amplia gama de productos y servicios tanto a las empresas como a las familias. Ello se traduce en que las fuentes de obtención de beneficios están más diversificadas, lo que contribuye a una mayor estabilidad de los resultados. Pero la diversificación también es geográfica, pues las entidades de mayor tamaño tienen una gran presencia en otros mercados, particularmente en emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis. De hecho, en 2006 el 22% del balance de las entidades de crédito españolas y sus grupos consolidados estaba en el extranjero, estando el 35% de dichos activos en América Latina. Por otra parte, la financiación de las entidades españolas es muy sólida, ya que los depósitos financian el 77% de los créditos del sistema.

En tercer lugar, la banca española tiene una situación solvente, pues ha sabido compensar el fuerte aumento de sus activos con el mantenimiento de un capital adecuado. Además, la política del Banco de España en cuanto a la solvencia ha sido especialmente rigurosa. Así, la situación de provisiones de la banca es muy sólida en España, dado que las provisiones existentes equivalieron a un 273% de los activos morosos en 2006.

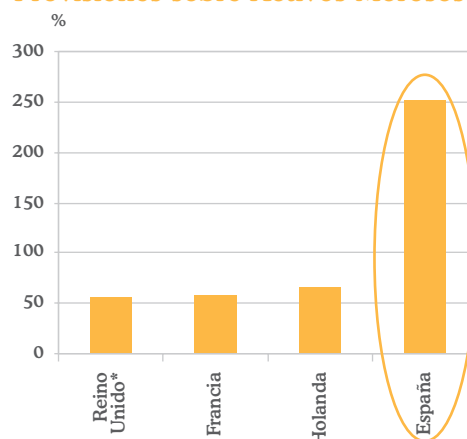
Por otra parte, las exposiciones directas al mercado hipotecario estadounidense de peor calidad, o a productos estructurados que asumen estos riesgos son prácticamente inexistentes. Según los resultados de la consulta emitida por la CNMV, la exposición de los fondos y SICAVs de entidades financieras españolas al *sub-prime* estadounidense es mínima. La banca española, a diferencia de la de otros países europeos, no tiene una concentración importante de *conduits*, vehículos de inversión especiales que se financian mediante emisiones a corto plazo de papel comercial e invierten a largo plazo en productos más arriesgados, en ocasiones vinculados al mercado subprime americano.

Cuadro 3.1. Bancos españoles y europeos

dic-06	Ratio de Solvencia	ROE	ROA	Ratio de Capital
UE*	60,45	16,1	0,63	11,38
España	48,30	19,60	1,44	11,90

\* 2005  
Fuente: BCE y Banco de España

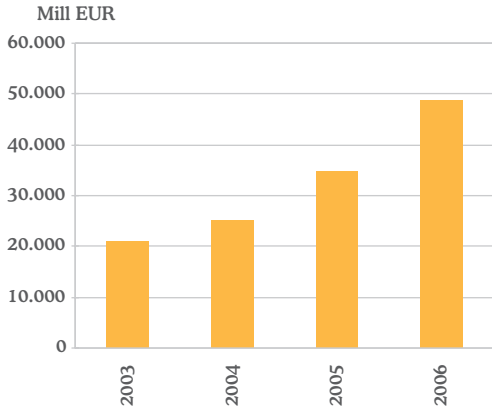
Gráfico 3.1. Provisiones sobre Activos Morosos, 2005



\* No reporta mediante NIC's  
Fuente: FMI

Gráfico 3.2.

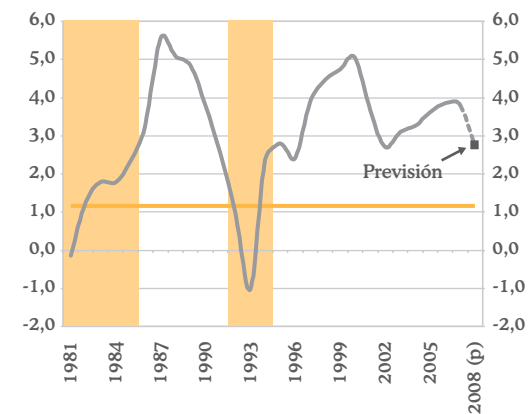
**España: emisiones de titulaciones con garantía hipotecaria**



Fuente: BdE, Memoria Supervisión 2006

Gráfico 3.3.

**España, crecimiento económico y destrucción de empleo**

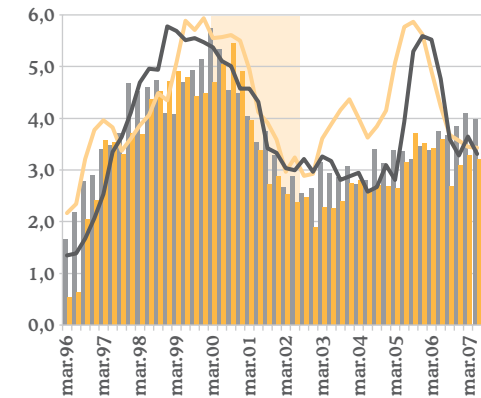


■ Crecimiento promedio en periodos de destrucción de empleo  
 ■ Crecimiento del PIB  
 ■ Años en los que la economía española destruyó empleo

Fuente: INE y SE BBVA

Gráfico 3.4.

**Evolución de los indicadores de empleo y PIB.**



■ PIB  
 ■ Ocupados EPA  
 ■ Ocupados equiv. a t. completo (CNTR)  
 ■ Afiliados SS (a/a media trimestral)

Fuente: INE, INEM y SEE BBVA

Además, las carteras de crédito españolas presentan una alta calidad crediticia. En este sentido, no se pueden establecer paralelismos con la situación estadounidense. De hecho, en España no existe crédito *sub-prime* tal y como se define en Estados Unidos. Productos con tipos de interés reducidos en un primer momento y que se incrementen después, o con periodos de carencia, son marginales en España. De hecho, las tasas de mora españolas por productos son inferiores a las estadounidenses, rondando la tasa de morosidad total de las carteras el 1%.

Las entidades que podrían orientarse hacia productos más arriesgados, los Establecimientos Financieros de Crédito, tienen una importancia reducida en el mercado español, suponiendo sólo el 2,2% de los saldos vivos de crédito para adquisición de vivienda.

El desarrollo de mecanismos de titulización es relativamente reciente en la economía española. Sin embargo, su presencia no hace que las entidades financieras relajen sus criterios de concesión. En primer lugar, porque el peso del crédito titulado que se elimina de los balances bancarios (por no retener la entidad ni pérdida ni beneficio de los préstamos) en relación al crédito total es de un 5% en España, frente al 60% de EE.UU. En segundo lugar, la sofisticación del mecanismo de titulización de hipotecas en otros países, como en EE.UU., otorga incentivos a conceder hipotecas arriesgadas, pues aun los segmentos de emisión más arriesgados tienen fácil colocación en los mercados. Sin embargo, en España las entidades conservan la primera pérdida de sus emisiones, por lo que sigue siendo importante mantener el riesgo de las carteras en niveles acotados.

**El empleo como soporte. La economía española seguirá creando empleo, permitiendo que los hogares sigan incrementando su renta y haciendo frente a sus obligaciones financieras**

En España se seguirá generando empleo, dado que la desaceleración prevista es moderada en perspectiva histórica y existe movilidad intersectorial de los trabajadores. Además, las mejoras de las características individuales de los ocupados también reducen la probabilidad de perder el empleo.

Es evidente que la desaceleración económica en marcha generará menores aumentos de empleo, como ya se observa en los datos conocidos. Sin embargo, en nuestra opinión, la magnitud del efecto de la moderación sobre el mercado laboral no será dramática, no se producirá una destrucción neta de empleo en 2008, sino que se registrará un aumento cercano a las 400 mil personas en términos de la Encuesta de Población Activa (EPA), 250 mil menos de las que previsiblemente se crearán en 2007. Apoyamos nuestro análisis en tres elementos que se van repasando a continuación.

**Para los estándares de la economía española, estamos en un escenario de desaceleración moderada**

La actividad se ralentizará, pero España no entrará en recesión. Si comparamos la situación económica actual con las etapas precedentes en donde tuvo lugar una destrucción neta de empleo (1981-1985 y 1992-1994), observamos que el crecimiento esperado del PIB para 2008, un 2,8%, es significativamente superior a la variación promedio durante dichas etapas, un 1,2%.

## Una política fiscal con margen de actuación

Las previsiones de los PGE 08 mantienen el compromiso con la estabilidad presupuestaria, ajustándose al objetivo aprobado por las Cortes Generales el pasado mes de junio para el periodo 2008-2010 (un superávit del 1,15% del PIB para el conjunto de Administraciones Públicas a lo largo del trienio). El objetivo fijado para el Estado y sus Organismos Autónomos es un superávit del 0,3% del PIB, mientras que para la Seguridad Social el superávit fijado es del 0,6%. Para las Comunidades Autónomas se estableció un superávit del 0,25%, y para las Corporaciones Locales, equilibrio presupuestario. No obstante, dicho objetivo de estabilidad no tiene en cuenta el déficit adicional permitido a las Comunidades para financiar inversiones productivas<sup>1</sup>, lo que en la práctica supone que, previsiblemente, el superávit será menor que el 1,15% establecido.

### Cuadro 1 Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AA.PP.

En porcentaje del PIB

	2008	2009	2010
Administración Central (Estado+OO.AA.)	0,30	0,30	0,30
Seguridad Social	0,60	0,60	0,60
Comunidades Autónomas (*)	0,25	0,25	0,25
Entidades Locales	0,00	0,00	0,00
Total Administraciones Públicas	1,15	1,15	1,15

(\*) No incluye el déficit adicional por inversiones.

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda

El objetivo de superávit planteado por el Gobierno es relativamente poco ambicioso dado el escenario de crecimiento del PIB del 3,3% bajo el que se han elaborado los presupuestos, aunque dicho crecimiento resulta algo optimista a la luz del entorno económico surgido del episodio de turbulencias financieras que aún perdura.

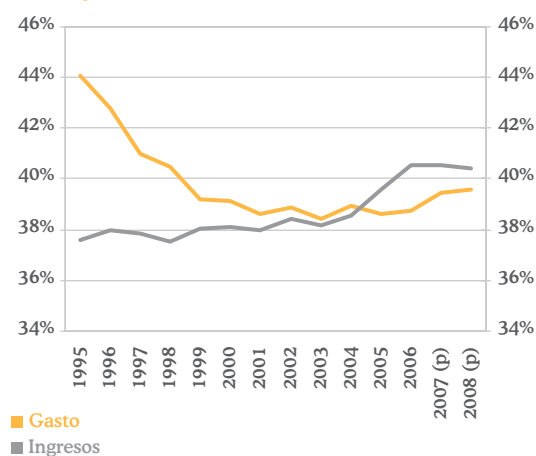
En un escenario económico como el previsto por el SEE BBVA, es más que probable que el ritmo de crecimiento de los ingresos se modere, afectado fundamentalmente por un menor dinamismo de las rentas de los hogares, por la desaceleración más intensa del empleo, de los beneficios empresariales y del gasto en consumo. Por su parte, el gasto público estaría presionado al alza adicionalmente por la evolución del desempleo y por nuevos compromisos de gasto social<sup>2</sup>.

En este sentido, y dado que el límite del gasto del Estado para 2008 se fijó en junio, junto con el objetivo de estabilidad presupuestaria para el conjunto de las Administraciones Públicas, la introducción de estas nuevas medidas no ha supuesto más que una reorganización de las prioridades de 2008, incrementando el gasto social en detrimento de otras políticas. Sin embargo, estas medidas comprometen

<sup>1</sup> El art. 3.1 de la LO 5/2001, complementaria a la Ley General de Estabilidad Presupuestaria permite a las Comunidades Autónomas registrar un déficit adicional máximo del 0,25% del PIB regional para financiar programas de inversión de carácter productivo.

<sup>2</sup> De acuerdo a las previsiones del Gobierno las últimas medidas anunciadas tendrán un coste global de unos 2.700 millones de euros (un 0,2% del PIB).

### Gráfico 1: Ingresos y gasto público (En porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA

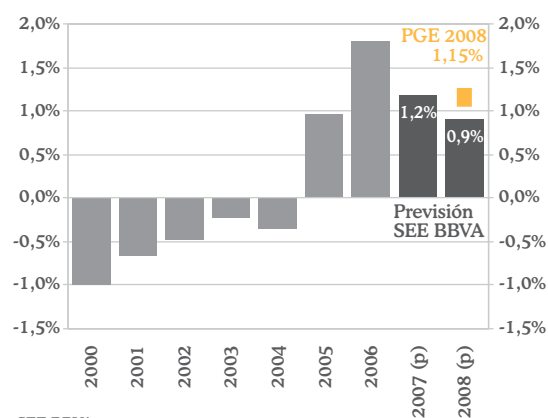
gasto futuro, condicionando así su evolución para los próximos ejercicios.

En el escenario económico del SEE BBVA y considerando además las medidas de gasto recientemente anunciadas, se prevé una reducción del superávit público en 2007 y 2008 hasta el 1,2% y 0,9% del PIB. Con un horizonte de más largo plazo, el saldo avanzaría hacia el equilibrio presupuestario. Estas cifras permiten reducir el nivel de deuda sobre PIB más de 6 puntos porcentuales hasta situarse, previsiblemente, por debajo del 35% cuando finalice 2008.

Esta posición saneada de las cuentas públicas, permite afrontar la futura desaceleración económica con un amplio margen de actuación de la política fiscal. Los niveles de déficit y deuda pública se sitúan muy lejos de la media de los países de la UEM (con un déficit estimado para 2007<sup>3</sup> del -1,0% y una deuda del 66,9%), y de los límites establecidos en el Protocolo de Déficit Excesivo. De esta forma, en un

<sup>3</sup> Según las previsiones de la Comisión Europea a mayo de 2007 (AMECO).

### Gráfico 2: Capacidad (+) / Necesidad (-) de Financiación AA.PP (En porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA

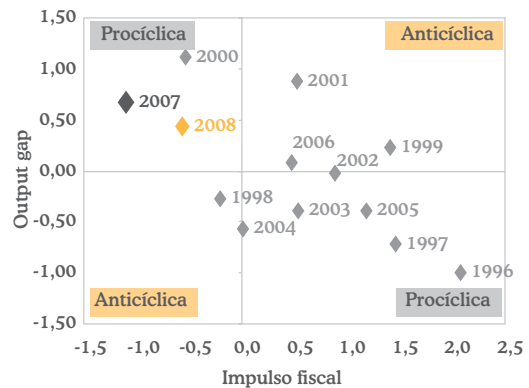
escenario sin cambios normativos, podrían registrar un déficit anual del entorno del 1,5% sin incrementar el nivel de deuda sobre PIB previsto para 2007.

Si bien es cierto que existe margen de actuación, la política fiscal debería ser coherente con el objetivo de asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo, algo para lo que un buen punto de partida es su carácter neutral respecto al ciclo económico. En este sentido, el conjunto de medidas contempladas (rebajas fiscales y, sobre todo, los compromisos de gasto social) han frenado la neutralidad vigente de la política fiscal. Tomando las previsiones del SEE BBVA de crecimiento, brecha de producto y saldo de las cuentas públicas, en 2007 y 2008 se registrará un impulso fiscal<sup>4</sup> expansivo, de -1,1 p.p. y -0,6 p.p., respectivamente.

Por ello, cabe plantear si, con un crecimiento igual, en la práctica, al potencial, no se debería ser algo más ambicioso en la consecución de niveles superiores de superávit, que permitan seguir acumulando margen de actuación de política

<sup>4</sup> El impulso fiscal se mide según la variación entre el saldo estructural de un año respecto al anterior.

Gráfico 3: Impulso fiscal y ciclo económico

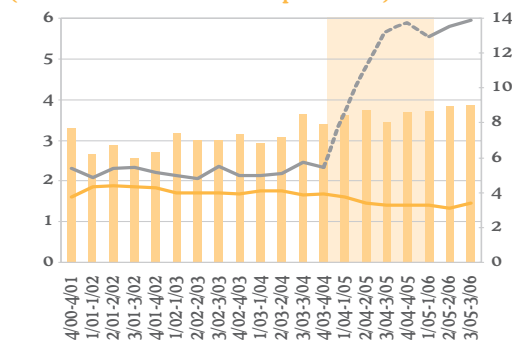


Fuente: SEE BBVA

ca fiscal para afrontar las tensiones que sobre el gasto público ejercerá, no sólo los efectos de una moderación más intensa del dinamismo económico, sino también los derivados del futuro envejecimiento demográfico.

Gráfico 3.5.

**España, probabilidad de transición al desempleo o a otro sector en t + 4 (condicionada a estar ocupado en t)**

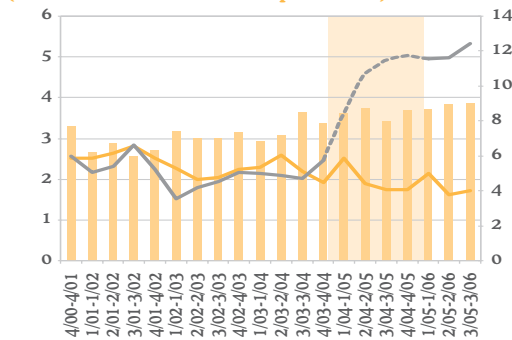


■ Crecimiento PIB (izqd.)  
■ Transitar al desempleo (dcha.)  
■ Transitar a otro sector (dcha.)

Nota: Las transiciones anteriores y posteriores al área sombreada no son directamente comparables por el cambio de diseño de la EPA-2005 (véase nota al pie 2). Fuente: INE y SEE BBVA.

Gráfico 3.6.

**Construcción, probabilidad de transición al desempleo o a otro sector en t + 4 (condicionada a estar ocupado en t)**



■ Crecimiento PIB (izqd.)  
■ Transitar al desempleo (dcha.)  
■ Transitar a otro sector (dcha.)

Nota: Las transiciones anteriores y posteriores al área sombreada no son directamente comparables por el cambio de diseño de la EPA-2005 (véase nota al pie 2). Fuente: INE y SEE BBVA.

Si nos centramos en la desaceleración económica previa más próxima a la actual, es decir, la que tuvo lugar entre el segundo trimestre del año 2000 y el tercer trimestre del año 2002, encontramos que el empleo EPA mostró tasas de crecimiento sistemáticamente superiores a las del PIB. Por tanto, dada la evolución esperada de la economía española para el próximo año, la destrucción de empleo es altamente improbable.

**Los ocupados no transitan necesariamente de la ocupación en una actividad y puesto concreto hasta el desempleo. Existe una elevada movilidad intersectorial**

No todos los ocupados que pierdan su empleo como consecuencia de la ralentización de la actividad se convertirán en parados, sino que muchos cambiarán de empresa o sector. Cuando la moderación del crecimiento no tiene lugar de forma homogénea en todos los sectores económicos- como es el caso- la existencia de movilidad intersectorial podría atenuar las consecuencias negativas sobre el empleo.

El Gráfico 3.5 muestra las probabilidades de transición hacia el desempleo o hacia otro sector de actividad en el trimestre  $t+4$  de los ocupados en el trimestre  $t$ , calculadas a partir de los microdatos de la EPA de flujos<sup>1</sup>. La probabilidad interanual de transitar al desempleo en cada trimestre es positiva y oscila entre el 3% y el 5% durante el período analizado (cuarto trimestre de 2000 – segundo trimestre de 2007), es decir, de cada 100 ocupados en el trimestre  $t$ , entre 3 y 5 se encontrarán desempleados un año después. Además, y como cabría esperar, su evolución es ligeramente contra cíclica y parece exhibir cierta inercia, reaccionando con retraso a los cambios de ten-

<sup>1</sup> A diferencia del fichero trimestral anonimizado de la EPA, los ficheros de flujos incluyen una clave que permite vincular registros (individuos) de la muestra de la EPA en distintos trimestres. Si bien la EPA de flujos permite calcular probabilidades de transición entre estados laborales de un individuo (de empleo a desempleo- y viceversa- o de empleo a inactividad, entre otras), téngase en cuenta que la EPA es una encuesta rotatoria, es decir, cada individuo permanece en la muestra seis trimestres o menos. Por tanto, el número máximo de transiciones observadas es cinco, si son intertrimestrales, o dos si son interanuales.

dencia en la actividad económica. Esta característica contribuirá a que la probabilidad de transición al desempleo no aumente de forma inmediata con el cambio de ciclo y, por tanto, que no alcance niveles elevados durante 2008.

Pero la evidencia más relevante del Gráfico 3.5 es la existencia de una probabilidad de cambiar de sector de actividad, significativamente superior a la de transitar al desempleo, que no muestra un patrón cíclico claro: la proporción de ocupados que cambian de sector apenas ha variado durante la última década<sup>2</sup>. Este resultado indica que los ocupados son lo suficientemente versátiles como para cambiar de actividad con una probabilidad comparativamente elevada. Dado que la construcción será el sector que, previsiblemente, sufrirá de un modo más intenso el impacto sobre el empleo de la ralentización económica, el grado de flexibilidad de los trabajadores ocupados en construcción resulta especialmente relevante. El Gráfico 3.6 indica que, desde el primer trimestre de 2005 -momento en el que tuvo lugar el cambio metodológico y de diseño de la EPA-, la probabilidad de transición de los ocupados en la construcción hacia otro sector es muy superior a la de caer en el desempleo<sup>3</sup>, aunque ligeramente inferior a la de la economía en su conjunto. El último dato del que disponemos indica que de cada 100 ocupados de la economía española, 14 se encontraban ocupados en otros sectores de actividad un año más tarde, frente a 12 en la construcción.

Al distinguir por sector de origen, se observa que de cada 100 ocupados en la industria que transitan a otro sector, 27 lo hacen al de comercio y hostelería, 24 a otras ramas del sector servicios, 17 a construcción y los restantes, 32, a diversas actividades dentro del sector industrial. Por lo que respecta al comercio, la proporción de empleados que cambian de sector exhibe más dispersión entre las actividades de destino, lo que representa un indicio de su mayor versatilidad. El 46,7% se ocupan en otras ramas dentro del sector servicios, el 39,6% tienen como destino la industria y el sector primario, y un 13,7%, la construcción. El destino principal de los empleados en construcción es el sector servicios, especialmente el comercio y la hostelería (18 de cada 100). Pero el flujo mayor de ocupados desde la construcción se dirige hacia las industrias extractivas (21 de cada 100).

En síntesis, se puede esperar que el efecto negativo de la desaceleración del crecimiento en 2008 sobre la creación de empleo sea relativamente limitado, especialmente por la existencia de una movilidad intersectorial elevada. Adicionalmente, el sector más afectado por la desaceleración en marcha, la construcción, presenta tasas de salida significativas hacia otras ramas de actividad, lo que atenuará el impacto negativo de la destrucción de empleo en el sector.

### El aumento del nivel educativo y la estabilidad de las tasas de temporalidad también ayudan a reducir la probabilidad de entrada al desempleo

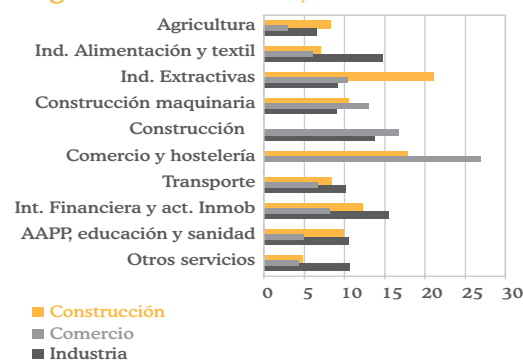
El tercer factor que permite confiar en un impacto limitado sobre el desempleo en la coyuntura actual está relacionado con la mejora de

<sup>2</sup> La ruptura que tiene lugar en la probabilidad de cambiar de empleo en el primer trimestre de 2005 está causada por los cambios experimentados por la EPA. Estas modificaciones, principalmente la utilización del Censo de 2001 como nueva base poblacional y las relacionadas con los cambios en el cuestionario y en el método de recogida de la información, tienen un efecto significativo sobre las cifras de empleo. En particular, la mayor captación de trabajos de corta duración provoca un crecimiento significativo del número de ocupados y del grado de movilidad intersectorial, así como una caída de los desempleados e inactivos. La composición sectorial del empleo también cambia: la construcción pierde peso frente a la industria y, sobre todo, los servicios. Véase García, M. A. (2005), "Cambios en la Encuesta de Población Activa en 2005", Índice, 6-10, INE, para una descripción más detallada de los cambios que han tenido lugar en la EPA 2005 y su repercusión.

<sup>3</sup> Véase nota al pie 2.

Gráfico 3.7.

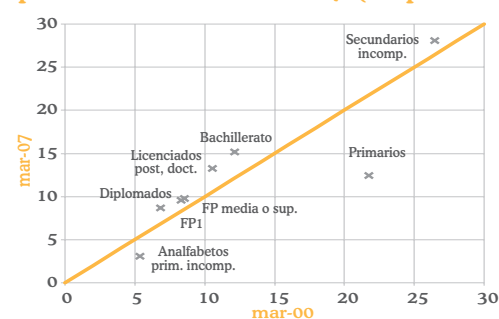
Destino de los ocupados que cambian de sector de actividad en t+4. Por sector de origen en t. Promedio, 1999 – 2006



Fuente: INE y SEE BBVA.

Gráfico 3.8.

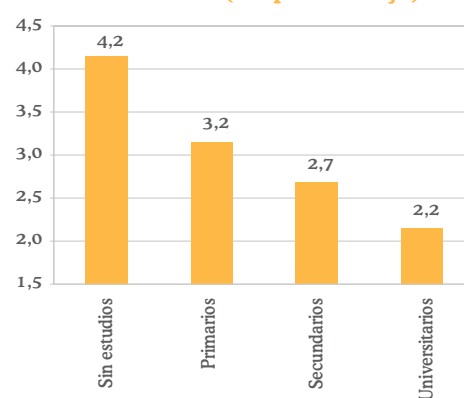
Composición de los ocupados por nivel de estudios. Primer trimestre de 2000 Vs. primer trimestre de 2007 (en porcentaje)



Fuente: INE y SEE BBVA.

Gráfico 3.9.

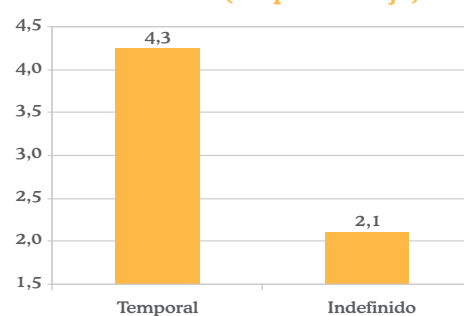
Probabilidad predicha de transitar del empleo en t al desempleo en t + 4 por nivel educativo (en porcentaje)



Fuente: SEE BBVA.

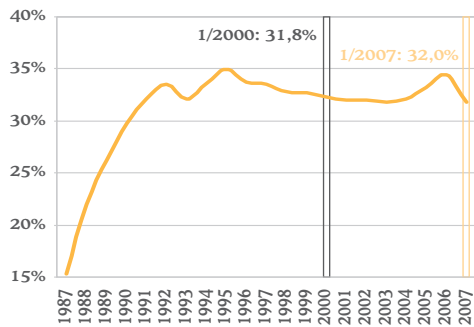
Gráfico 3.10.

Probabilidad predicha de transitar del empleo en t al desempleo en t + 4 por nivel educativo (en porcentaje)



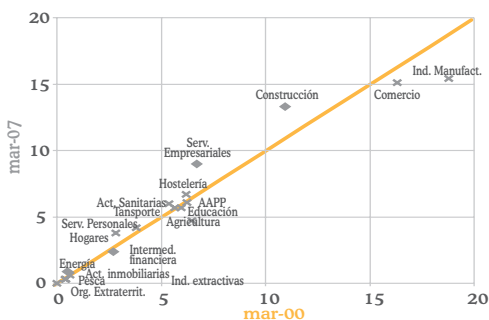
Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 3.11.  
Evolución de la tasa de temporalidad en España.



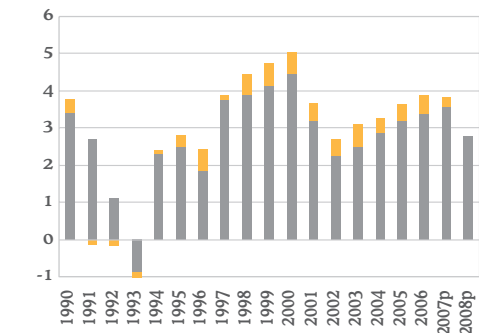
Fuente: INE

Gráfico 3.12.  
Composición de los ocupados por actividad económica. Primer trimestre de 2000 Vs. primer trimestre de 2007 (en porcentaje)



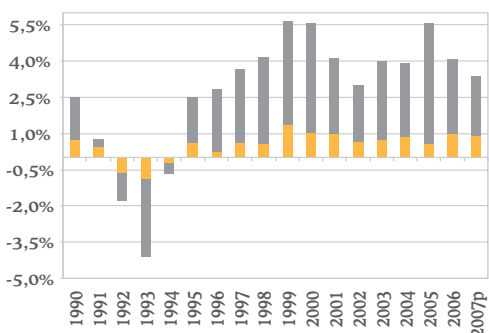
Fuente: INE y SEE BBVA.

Gráfico 3.13.  
Contribución del sector de la construcción al crecimiento económico (en porcentaje)



Fuente: INE y SEE BBVA.

Gráfico 3.14.  
Contribución del sector de la construcción a la creación de empleo (en porcentaje)



Fuente: INE (EPA) y SEE-BBVA

las características individuales de los ocupados y de su empleo. Si las características de la población activa relacionadas con la probabilidad de caer en el desempleo han mejorado desde la desaceleración económica precedente, *ceteris paribus* el impacto de la ralentización actual será menor. Por tanto, analizamos las diferencias más significativas entre el momento actual y la anterior fase de desaceleración, comparando los trimestres de inflexión de cada etapa: primer trimestre de 2000 *versus* primer trimestre de 2007.

El Gráfico 3.8 indica un aumento generalizado del **nivel educativo** de la población ocupada entre los primeros trimestres de los años 2000 y 2007. La intuición nos dicta que los empleados con mayor nivel educativo tienen una menor probabilidad de transitar al desempleo. Para confirmar esta hipótesis estimamos un modelo de elección discreta que nos permita conocer los determinantes de la probabilidad de transición condicionada a las características socioeconómicas del individuo (sexo, edad, estado civil, nivel educativo, etc.), del empleo (tipo de contrato, sector de actividad, ocupación, etc.) y del ciclo económico. Los resultados confirman la intuición: la educación tiene un efecto positivo y creciente sobre la probabilidad de continuar ocupado. Así, los ocupados sin estudios tienen casi el doble de probabilidad de transitar al desempleo que los que tienen estudios universitarios (4.2% frente 2,2%), mientras que para los ocupados con estudios primarios o secundarios, la probabilidad predicha es de 3,2% y 2,7%, respectivamente.

La estimación muestra además, que el **tipo de contrato** es una de las variables que más incide sobre la probabilidad de transitar al desempleo, tanto entre los hombres como entre las mujeres. *Ceteris paribus*, tener un contrato temporal incrementa hasta el 4% la probabilidad de caer en el desempleo. Dada la elevada incidencia de la temporalidad en España, este resultado no es positivo. Sin embargo, el porcentaje de asalariados con contrato temporal apenas ha cambiado desde la última desaceleración, tal como se observa en el Gráfico 3.11, e incluso se ha reducido de forma monótona desde finales del año 2006. De continuar esta tendencia, la destrucción neta de empleos temporales como consecuencia de la moderación del crecimiento económico podría ser menor que en la desaceleración precedente.

Si analizamos el cambio en la **composición sectorial** de la población ocupada, encontramos que las dos actividades que más peso han ganado entre el primer trimestre de 2000 y el primero de 2007 son los servicios empresariales (de un 6,7% a un 9,0%) y la construcción (de un 11,0% a un 13,3%), siendo el sector primario, el comercio y, sobre todo, las industrias manufactureras las que han perdido representatividad, pasando de un 18,8% en 1T2000 a un 15,4 en 1T2007. Si bien la construcción es la actividad que más peso ha ganado en el empleo durante el período analizado y la que, previsiblemente, se verá más afectada por la desaceleración en marcha, los resultados de la estimación muestran que apenas existen efectos diferenciales entre sectores de actividad sobre la probabilidad condicionada de transitar al desempleo.

### La construcción no lo es todo, ni en actividad ni en empleo

La importancia relativa del sector de la construcción, tanto en términos de actividad, como de empleo constituye el **cuarto motivo por el que el impacto de la desaceleración sobre el empleo será limitado**. Si bien la contribución al crecimiento de la construcción en general, y de la vivienda en particular, ha sido relevante durante la última década, su peso sobre el total de la economía continúa siendo relativamente limitado, del 16% y del 7,5% sobre el conjunto de la economía, respectivamente. En lo que respecta al empleo, la construcción ocupa tan sólo al 14% de la población activa, aunque también existen efectos



indirectos, ligados al arrastre que el sector pueda ejercer sobre otros. Con todo, este efecto es limitado y menor al de otras actividades.<sup>4</sup>

### El análisis de los flujos del mercado laboral permite aproximar el volumen del empleo creado en 2008 ...

A pesar de que la ralentización del crecimiento afectará a la creación de empleo, hemos visto que el mercado laboral cuenta con fundamentos que amortiguarán el impacto. Para cuantificar la magnitud del impacto sobre el empleo, se utilizan los microdatos de la EPA de flujos.<sup>5</sup>

Los resultados indican que tanto la probabilidad de transitar al desempleo como de hacerlo a la inactividad aumentarán débilmente durante los años 2007 y 2008, confirmando el carácter ligeramente contra-cíclico apuntado con anterioridad. Los cambios más significativos tienen lugar en los flujos de entrada al empleo. Las probabilidades de transición hacia la ocupación desde el desempleo o la inactividad disminuyen tanto en 2007 como en 2008, lo que refleja una caída de la capacidad de la economía española para crear empleo. ¿En cuánto empleo creado se traducen los cambios en las probabilidades de transición? Para 2007, la creación neta de empleo estimada será de 667.000 empleos, cifra que supone una disminución del 14% con respecto al crecimiento en 2006. En 2008, el ritmo de creación de empleo caerá todavía más, pero el número de empleos creados (neto de destruidos) todavía oscilará entre los 375.000 y los 435.000.

### ... también en el sector de la construcción

Teniendo en cuenta que la construcción es un sector intensivo en empleo que se verá afectado de un modo más intenso por la desaceleración de la economía, hemos realizado un análisis detallado de los flujos de entrada y salida del mismo. Para analizar el papel jugado por la movilidad intersectorial, añadimos una categoría adicional: los cambios de empleo desde la construcción hacia otros sectores y viceversa. Por tanto, consideramos todos los posibles destinos y procedencias de un ocupado en la construcción: la permanencia en el sector, el cambio de sector, el desempleo y la inactividad. Los resultados de las estimaciones revelan una caída significativa de la probabilidad de cambio de empleo en 2008, que pasa del 12,2% en 2007 al 10,7% en 2008. Además, como era de esperar en épocas de ralentización del crecimiento, los flujos de entrada al empleo en construcción disminuyen, sobre todo los procedentes de otros sectores de actividad, ya de por sí reducidos. Estos resultados, unidos al aumento de la probabilidad de transitar tanto al desempleo como a la inactividad en 2008 (de cada 100 empleados en construcción en el 2007, un total de 11,4 irán al desempleo o a la inactividad en 2008 frente a los 9,8 que lo hicieron en 2006) se traducen en una destrucción neta estimada entre 71.000 y 94.000 empleos en 2008, frente a los 178.000 que se habrán creado en 2007.

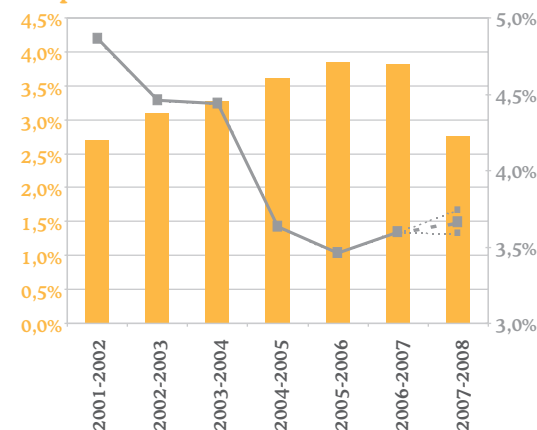
Por tanto, si bien la desaceleración económica prevista tendrá repercusiones negativas sobre el ritmo de creación de empleo de la economía española, especialmente en construcción, la magnitud del impacto no será dramática. En primer lugar, porque con tasas de crecimiento como las previstas para 2008 (2,8%), la economía nunca ha destruido empleo. En segundo lugar, porque los ocupados han mejorado sus características, lo que reducirá su probabilidad de perder el empleo. Y en tercer lugar, porque los trabajadores muestran cierta versatilidad laboral que les aísla del desempleo a través de la movilidad intersectorial.

<sup>4</sup> Véase Situación Inmobiliaria BBVA, junio 2007, pp.16-17.

<sup>5</sup> Con estos datos, se estiman dos modelos. Mediante el primero se conocen los determinantes de las probabilidades de transición desde el desempleo y la inactividad hacia el empleo, mientras que el segundo proporciona la información opuesta: los determinantes de las transiciones desde el empleo hacia el desempleo o la inactividad. La diferencia de las probabilidades predichas por ambos modelos permite inferir cuál será la capacidad de la economía española para crear empleo.

Gráfico 3.15.

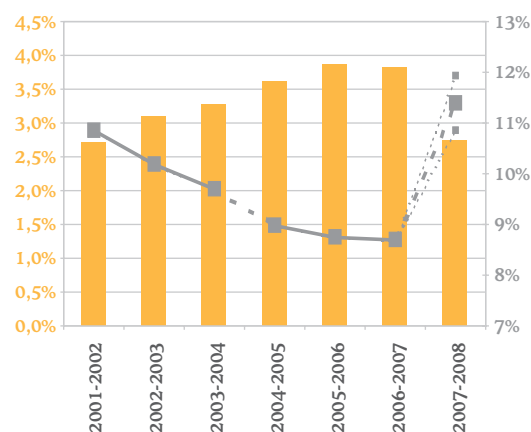
Probabilidad de transición al desempleo en el año siguiente condicionada a estar ocupado en el año actual



■ Crecimiento PIB, izqda.  
■ Transición al desempleo, dcha.  
Fuente: INE y SEE BBVA.

Gráfico 3.16.

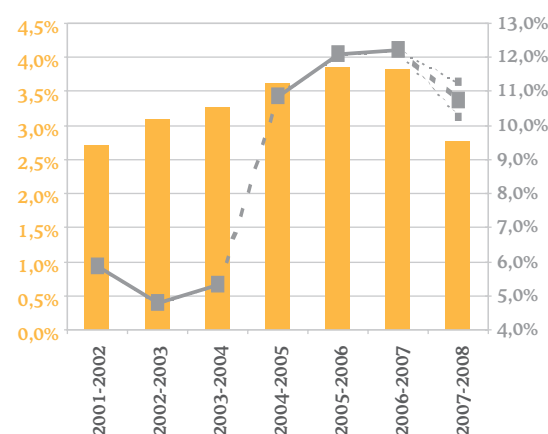
Construcción. Probabilidad de transición al desempleo en el año siguiente condicionada a estar ocupado en el año actual



■ Crecimiento PIB, izqda.  
■ Transición al desempleo, dcha.  
Fuente: INE y SEE BBVA.

Gráfico 3.17.

Construcción. Probabilidad de transición a otro sector en el año siguiente condicionada a estar ocupado en construcción en el año actual



■ Crecimiento PIB, izqda.  
■ Transición a otro sector, dcha.  
Fuente: INE y SEE BBVA.

## 4. Resumen de previsiones

UEM (Tasa de variación interanual en %, excepto indicación expresa)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>
Consumo privado	0,8	1,2	1,5	1,5	1,8	1,4	1,9
Consumo público	2,4	1,8	1,3	1,4	1,9	1,9	2,0
Formación bruta de capital fijo	-1,5	1,2	1,9	2,8	5,3	4,5	2,3
Variación de existencias (*)	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	1,6	1,1	6,4	4,5	8,2	5,4	3,4
Importaciones (bienes y servicios)	0,3	3,1	6,3	5,3	7,8	4,6	3,7
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>
<b>Precios</b>							
IPC	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,0	1,9
IPC subyacente	2,5	2,0	2,1	1,5	1,5	1,9	2,0
Precios industriales	-0,1	1,4	2,3	4,1	5,1	2,5	2,3
<b>Mercado de trabajo</b>							
Empleo	0,7	0,4	0,9	1,0	1,6	1,5	1,0
Tasa de paro (% de población activa)	8,1	8,7	8,8	8,5	7,8	7,1	6,9
<b>Sector público</b>							
Déficit (% PIB)	-2,5	-3,0	-2,8	-2,5	-1,6	-1,0	-0,8
<b>Sector exterior</b>							
Déficit por cuenta corriente (% PIB)	0,9	0,5	0,8	0,0	0,0	0,2	0,1

\* Contribución al crecimiento

\*\*Incorpora el efecto del incremento del IVA alemán

## Entorno internacional (% interanual)

	Crecimiento real del PIB (%)				Inflación** (%)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
EE.UU.	3,1	2,9	1,9	2,2	3,4	3,2	2,6	2,1
Japón	1,9	2,2	1,9	2,2	-0,3	0,1	0,0	0,5
Latam *	4,7	5,5	5,1	4,6	6,0	5,1	5,4	5,3

\*Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Perú, Uruguay y Venezuela

\*\* Para Latam, previsión de fin de periodo

## Variables financieras (final de período)

	Tipo oficial (%)				Tipo de interés a 10 años (%)*			
	15/10/07	Dic-07	Jun-08	Dic-08	15/10/07	Dic-07	Jun-08	Dic-08
UEM*	4,00	4,00	3,75	3,75	4,42	4,20	4,30	4,30
EE.UU.	4,75	4,25	4,25	4,25	4,67	4,30	4,40	4,50

\* Tipos de interés a 10 años referidos a bonos alemanes

	Tipo de cambio (vs euro)*				Petróleo Brent (dólares por barril)*			
	15/10/07	Dic-07	Jun-08	Dic-08	15/10/07	Dic-07	Jun-08	Dic-08
Dólar EE.UU.	1,42	1,41	1,40	1,38	83,3	68,5	66,3	58,3

\* Media del período

# Resumen de previsiones economía española

(Tasas de variación anual en %, salvo indicación expresa)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>PIB a precios de 2000</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>
Consumo Privado	3,4	2,8	2,9	4,2	4,2	3,7	3,2	2,8
Consumo Público	3,9	4,5	4,8	6,3	5,5	4,8	5,4	5,1
Formación bruta de capital fijo	4,8	3,4	5,9	5,1	6,9	6,8	5,8	2,9
Bienes de equipo	-0,3	-2,9	4,1	5,1	9,2	10,4	10,8	4,5
Construcción	7,6	6,3	6,2	5,4	6,1	6,0	4,2	1,9
Vivienda	7,5	7,0	9,3	5,9	5,9	6,4	3,5	0,0
Resto	7,7	5,6	3,5	5,0	6,3	5,5	4,9	3,7
Otros Productos	5,8	5,0	7,2	3,8	6,4	4,6	3,3	2,8
Variación de existencias (*)	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>
Exportación bienes y servicios	4,2	2,0	3,7	4,2	2,6	5,1	4,4	4,0
Importación bienes y servicios	4,5	3,7	6,2	9,6	7,7	8,3	5,8	4,9
<b>Saldo exterior neto (*)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>
<b>PIB a precios corrientes</b>	<b>8,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,0</b>	<b>5,3</b>
Millones de Euros	680.678	729.206	782.929	841.042	908.450	980.954	1.049.847	1.105.114
<b>Precios y costes</b>								
Deflactor del PIB	4,2	4,3	4,1	4,0	4,2	4,0	3,1	2,4
Deflactor consumo hogares	3,4	2,8	3,1	3,6	3,4	3,4	2,5	2,2
IPC	3,5	3,5	2,9	3,0	3,4	3,5	2,6	2,6
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,2	1,3	0,8	0,9	1,2	1,3	0,6	0,7
Remuneración por asalariado	3,6	3,3	3,6	3,0	2,8	3,0	2,9	2,8
Coste laboral unitario (CLU)	3,2	2,9	2,9	2,4	2,5	2,7	2,0	1,6
<b>Mercado de trabajo</b>								
Población activa, EPA	0,3	4,1	4,0	3,3	3,5	3,3	2,8	2,3
Empleo EPA	4,1	3,0	4,0	3,9	5,6	4,1	3,4	2,1
Variación en miles de personas	640	484	666	675	1002	774	667	435
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,2	2,3	2,4	2,7	3,2	3,2	2,9	1,5
Tasa de Paro	10,6	11,5	11,5	11,0	9,2	8,5	8,0	8,2
Productividad	0,4	0,4	0,7	0,6	0,4	0,7	0,9	1,3
<b>Sector Público</b>								
Deuda (% PIB)	55,6	52,5	48,9	46,4	43,2	39,7	36,6	34,3
Saldo AA.PP. (% PIB)	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	1,1	1,8	1,2	0,9
<b>Sector Exterior</b>								
Saldo Comercial (% PIB)	-6,3	-5,8	-5,9	-7,2	-8,6	-9,1	-10,0	-9,7
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,3	-8,8	-8,9	-8,6
<b>Hogares</b>								
Renta disponible real	3,1	3,7	3,0	3,2	3,2	3,1	4,0	2,3
Renta disponible nominal	6,5	6,5	6,2	6,8	6,5	6,5	6,5	4,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	11,1	11,4	11,9	11,4	10,6	10,1	10,8	10,4

Fuente: organismos oficiales y SEE-BBVA

(\*) Contribución al crecimiento del PIB

## Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31254-2000

### Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefe:

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz

España y Análisis Sectorial: Julián Cubero

Europa: Sonsoles Castillo

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Placido

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Tellez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puento

China: Ya-Lan Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia

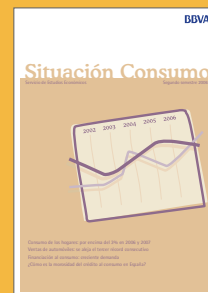
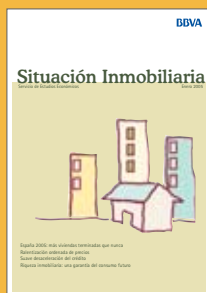
Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.