

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Julio 2008



Afloran las debilidades de la economía española:

Endeudamiento, por la crisis financiera

Dependencia energética, por la subida de precios del petróleo

Exceso de oferta de vivienda, por la crisis inmobiliaria

A futuro, un reto para los sectores menos relacionados con la construcción

# Índice

Fecha de cierre: 28 de julio de 2008

<b>1. En resumen</b>	<b>1</b>
<b>2. Ajuste intenso en la economía española</b>	<b>3</b>
Recuadro: "Las necesidades de financiación de la economía española se mantendrán elevadas en 2008 y 2009"	7
<b>3. El consumo, un ajuste "fundamental"</b>	<b>14</b>
Recuadro: "La disponibilidad de crédito y el consumo de los hogares"	16
<b>4. Una perspectiva sectorial del crecimiento</b>	<b>21</b>
<b>5. Previsiones</b>	<b>28</b>

## Han elaborado esta publicación:

J. Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Juan Ramón García	34 91 374 33 39	juanramon.gl@grupobbva.com
Miguel Jimenez	34 91 537 37 76	mjimenezg@grupobbva.com
Mayte Ledo	34 91 374 40 75	teresa.ledo@grupobbva.com
Jorge Rodríguez-Vález	34 91 537 48 90	jorge.rv@grupobbva.com
Virginia Pou	34 91 537 77 23	virginia.pou@grupobbva.com

## 1. En resumen

En los tres meses transcurridos desde la anterior edición de esta publicación el ajuste cíclico en el que está inmersa la economía española se ha intensificado. Un escenario global más adverso de lo esperado ha puesto de relieve algunas de las debilidades de la economía española.

### El escenario económico global se deteriora

El entorno internacional está dominado por tres perturbaciones que interaccionan y potencian de esta forma sus impactos. En primer lugar, una crisis financiera más duradera y profunda de lo previsto implica una etapa prolongada de desapalancamiento financiero. Lejos de moderarse, las tensiones en los mercados bancarios de financiación mayorista se mantienen y vuelven a ampliarse las primas de riesgo. En segundo lugar, se está registrando un aumento de los precios del petróleo, tan intenso como el observado a finales de los años setenta. Como consecuencia, se produce un drenaje significativo en la renta disponible y, ante la persistencia de las tensiones inflacionistas, se genera un creciente dilema en la instrumentación de la política monetaria. En la zona euro, este dilema se ha resuelto hasta la fecha con un aumento en los tipos oficiales hasta el 4,25%. Aunque no esperamos que este movimiento de julio sea el inicio de una cadena de aumentos de tipos, el mercado sí descuenta subidas adicionales, lo cual ha tensionado los tipos de interés. En tercer lugar, el ajuste del sector de la vivienda se generaliza e intensifica en los países desarrollados. El protagonismo de los factores financieros en el comportamiento del mercado inmobiliario genera un proceso de retroalimentación que supone menos crecimiento de este sector y de la economía en su conjunto.

### Aumenta la velocidad del ajuste de la economía española

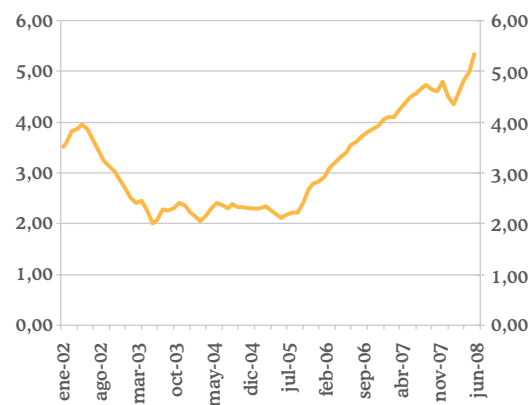
En el entorno descrito se ha producido un intenso y rápido deterioro de la situación cíclica de la economía española, más de lo esperado hace pocos meses. Nuestra economía es más vulnerable a estos tres choques de carácter global, que se han vuelto más adversos a lo largo de la primera mitad de 2008. De ahí que el ajuste se haya intensificado.

El PIB español ha pasado de crecer cerca del 0,8% trimestral en el segundo semestre de 2007 a no superar el 0,1% en la primera mitad de 2008, de acuerdo a nuestras estimaciones. Ello incluiría un estancamiento en el segundo trimestre de este año, con perspectivas de continuar en próximos trimestres. No es probable una rápida resolución de la crisis financiera. De hecho, aunque se produjese una pronta reducción de las primas de riesgo y una completa normalización de los mercados más afectados, queda pendiente un proceso de desapalancamiento financiero global. La experiencia histórica muestra que estos periodos de recomposición de los ratios de capital de las entidades financieras suelen ser relativamente largos. Todo ello hace pensar que las condiciones financieras no serán tan holgadas como lo han sido en estos últimos años.

Con todo, dada la elevada incertidumbre existente sobre la evolución final de los choques en marcha, sigue siendo apropiado formular el escenario económico en rangos. Así, se prevé que el crecimiento económico en 2008 oscile entre el 1,7% y el 1,3%, mientras que para 2009 no se espera que la economía pueda crecer más del 1%, sin descartar un crecimiento nulo. La senda central implica un crecimiento del 1,5% en 2008 y del 0,5% en 2009, lo que supone 0,4 y 0,9 puntos porcentuales menos, respectivamente, de lo previsto hace ahora 3 meses.

### Euribor 12M

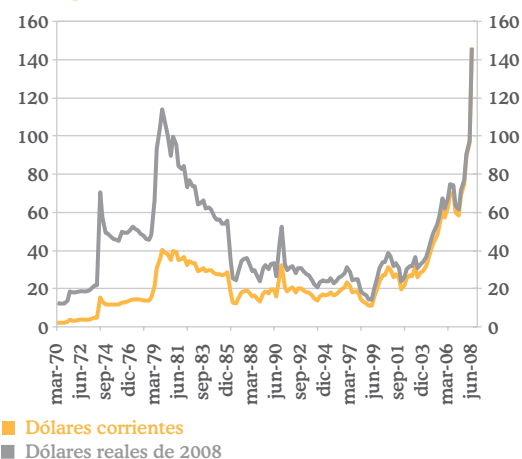
(%)



Fuente: SEE BBVA

### Evolución del precio del petróleo

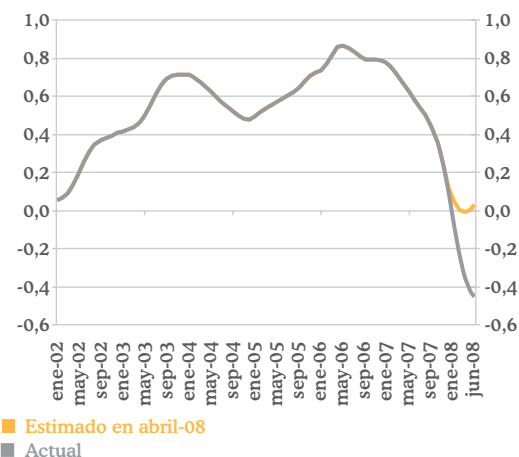
(Dólares por barril)



Fuente: Datastream y SEE BBVA

### España, indicador de actividad IA-BBVA

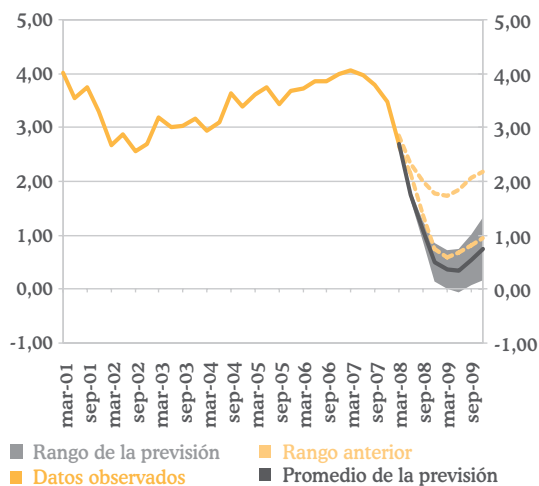
(Desviaciones con respecto a la tendencia)



Fuente: SEE BBVA

## España, PIB

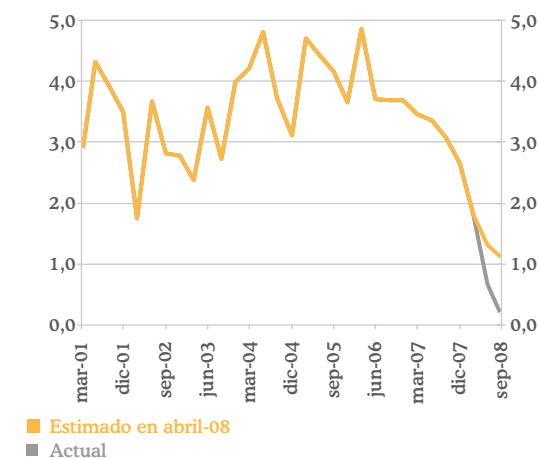
(Tasa de crecimiento interanual)



Fuente: INE y SEE BBVA

## España, Indicador Sintético de Consumo ISC-BBVA

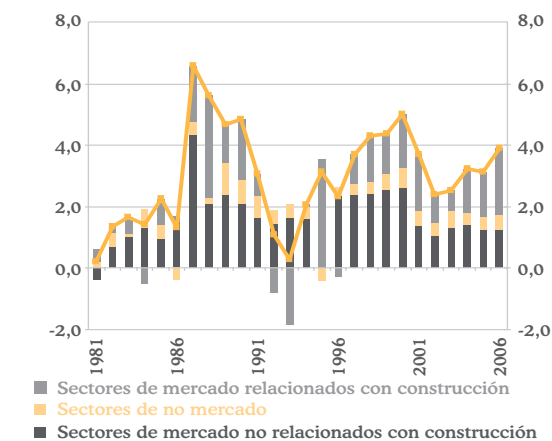
(% variación anual)



Fuente: SEE BBVA

## España, VAB real

(Contribuciones al crecimiento)



Fuente: SEE BBVA

## El consumo de los hogares, en un ajuste intenso y con vulnerabilidad ante el escenario de mayor austeridad financiera

Desde la perspectiva del gasto, gran parte de la revisión realizada en el escenario económico español se concentra en la inversión en equipo y, sobre todo, en el consumo de las familias. La evolución de los indicadores coyunturales de consumo en la primera mitad de 2008 muestra un perfil de caída muy intenso. Ello es el reflejo de la combinación del deterioro de los fundamentos del gasto de las familias y de cierta sobre-reacción de sus expectativas ante el rápido ajuste económico. El aumento de la inflación supone un drenaje de la renta disponible real, que se une al freno en la creación de empleo que se observa en 2008 y que en 2009 llevará probablemente a una destrucción neta de empleo. La tendencia a la estabilización de los precios de la vivienda impacta en la riqueza inmobiliaria de los hogares, a lo que cabe añadir el menor dinamismo del componente financiero de su riqueza, resultado de la profundización de las caídas bursátiles. Además, el tensionamiento de los tipos de interés y el aumento de las primas de riesgo implica un deterioro de las condiciones financieras en las que se desenvuelven las decisiones de gasto de los hogares. Finalmente, hay que tener en cuenta que el elevado nivel de endeudamiento que han alcanzado las familias en la última fase expansiva dificulta que la moderación del consumo en esta desaceleración pueda ser suavizada mediante el recurso a nuevo endeudamiento. Ello constituye un elemento de vulnerabilidad adicional en la evolución del consumo.

## El futuro presenta un reto importante para los sectores menos relacionados con la construcción

La fase de ajuste cíclico en la que está inmersa la economía española va a ser relativamente duradera. Ahora bien, más allá del ajuste, la cuestión clave para el futuro es el dinamismo que podrá mostrar nuestra economía. Esta es una cuestión especialmente relevante después de un periodo muy prolongado de alto crecimiento, ya que desde 1994 la actividad ha aumentado a un promedio del 3,6%. La respuesta a esta cuestión se puede aproximar desde distintas perspectivas. En esta ocasión, se realiza un análisis de carácter sectorial. Así, se observa que aquellas actividades vinculadas a la construcción y al sector inmobiliario, suponen aproximadamente el 30% del valor añadido de la economía. Estos sectores han sido especialmente dinámicos, mostrando un crecimiento promedio del 4,5% desde inicios de esta década. Para el resto de sectores de mercado, esta tasa fue casi la mitad, un 2,4%. En su conjunto estos últimos sectores se caracterizan por un uso intenso de la tecnología, una fuerte vinculación a los nuevos hábitos de la población y un notable dinamismo exportador, factor que reduce su exposición relativa al ciclo doméstico. Por tanto, estos sectores tienen características que les permiten afrontar con ciertas garantías la oportunidad de liderar el crecimiento futuro. En todo caso, el análisis de su evolución reciente permite concluir que este crecimiento será inferior al observado en los últimos años.

## 2. Ajuste intenso en la economía española

El ajuste cíclico de la economía española continúa y gana en intensidad como consecuencia del deterioro del entorno global. Éste impacta sobre vulnerabilidades específicas de la economía, y la combinación de perturbaciones adversas (financiera, inflacionista e inmobiliaria), parece estar provocando, además, una sobre-reacción vía expectativas. En este contexto, la economía española continuará desacelerándose intensamente en los próximos trimestres. Así, se prevé que en 2008 la economía crezca en un rango de entre el 1,3% y el 1,7%. La desaceleración se intensificará en 2009, con un rango de crecimiento que oscilará entre el 1%, en el mejor de los casos, y el 0%. El empleo se estancará en 2008 y en 2009 caerá, de modo que la tasa de paro podría superar el 14% a finales de 2009.

**A lo largo del primer semestre de 2008 el entorno de la economía española se ha vuelto más adverso para el crecimiento, condicionando la evolución de la actividad**

La economía española ha continuado la senda de ajuste intenso, pero éste ha ganado velocidad como consecuencia del deterioro que viene mostrando el entorno exterior. Parte de los riesgos sobre la economía española apuntados meses atrás se están materializando y complican el panorama económico y las perspectivas para los próximos trimestres. Efectivamente, las variables que condicionan la evolución de la actividad han mostrado un comportamiento adverso, e incluso su deterioro toma velocidad, lo que implica profundizar en los riesgos que señalábamos tres meses atrás. La economía española ha reaccionado ante este empeoramiento adicional con un rápido deterioro de su coyuntura, como no podría ser de otra forma, a la vista de la intensidad de los cambios en el entorno exterior.

En la tabla 2.1 se recogen algunas de las variables del entorno exterior, y se compara la evolución experimentada entre el primer y el segundo trimestre del año con la evolución prevista en abril, con ocasión de la edición anterior de Situación España. En general, los supuestos adoptados se han visto superados. Por ejemplo, las tensiones en los mercados de energía continúan y han alcanzado máximos históricos, rozando los 140 dólares en el segundo trimestre, y llegando a los 145 a comienzos del mes de julio. Como se observa en la tabla, se ha producido una significativa desviación frente a lo esperado de 34 dólares por barril, con lo que el drenaje de renta real de los consumidores y empresas está siendo muy elevado. El recrudecimiento de las tensiones de precios en el mercado del petróleo, junto con otros factores que se tratan más adelante, ha generado la prolongación de los repuntes inflacionistas surgidos a finales de 2007. La inflación alcanzó en junio su máximo desde 1995, con un crecimiento del 5% (y se prevé que continúe repuntando en el verano algunas décimas más), con una media trimestral lejos igualmente de la previsión.

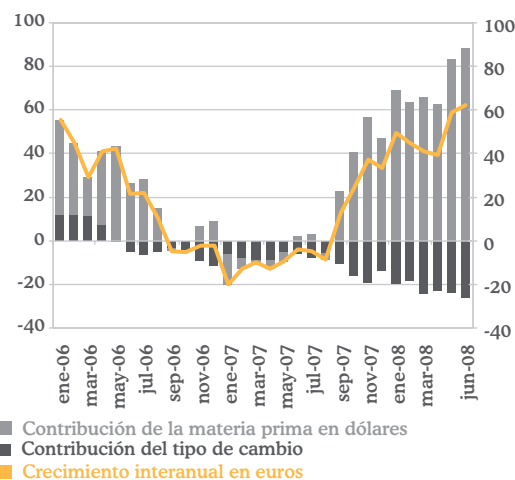
De igual forma, el entorno financiero, ya adverso desde el comienzo de la actual crisis financiera global hace un año, ha continuado empeorando. La crisis financiera, junto con el cambio paulatino de expectativas de política monetaria derivado de las tensiones inflacio-

Tabla 2.1.  
Variables del entorno exterior:  
previsiones y datos

	1T08	2T08	
		Previsión abr-08	Dato
Petróleo (\$ por barril)	97	88	122
Inflación (% a/a)	4,4	3,7	4,6
Tipo de cambio			
Euro (Dólares por euro)	1,50	1,56	1,55
Tipo efectivo real (1999=100)	123,5	126,3	126,3 (*)
Tipo de interés oficial (f.d.p)	4,00	4,00	4,25 (**)
Euribor 12 M	4,5	4,1	5,1
Tipo hipotecario	5,5	5,2	5,65 (*)
TED spread 3M	55	50	80

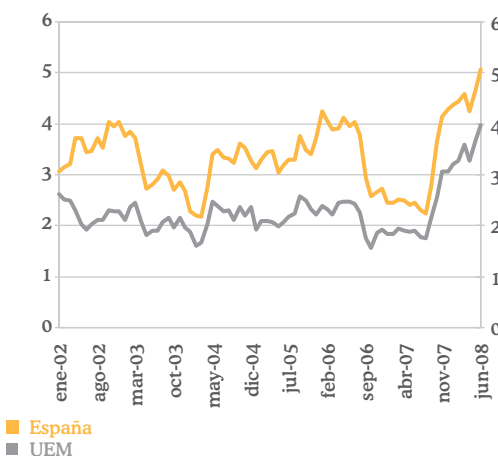
Fuente: SEE BBVA  
(\*) Previsión actual para el 2T08  
(\*\*) Julio 2008

Gráfico 2.1.  
Petróleo, tasa de crecimiento anual y contribuciones



Fuente: SEE BBVA

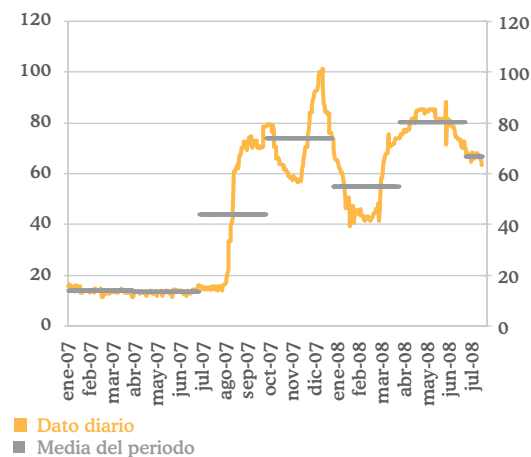
Gráfico 2.2.  
IPC Armonizado  
(Tasa de variación interanual)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.3.

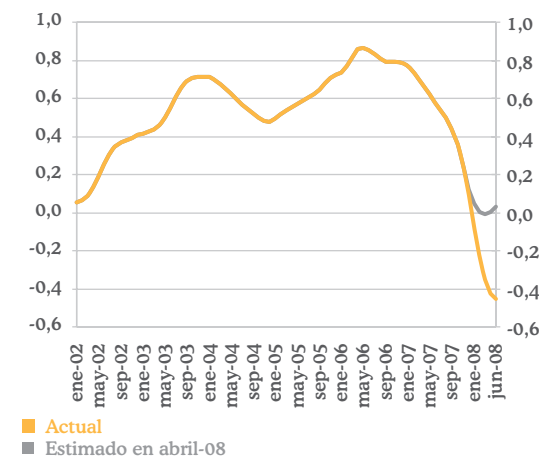
**España, diferencial mercado interbancario-Letra del Tesoro (3 meses)**



Fuente: Bloomberg y SEE BBVA

Gráfico 2.4.

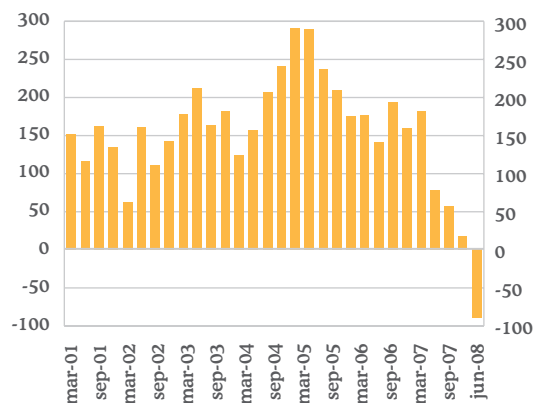
**España, indicador de actividad IA-BBVA (Desviaciones con respecto a la tendencia)**



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.5.

**España, empleo EPA corregido de estacionalidad (Variación trimestral en miles)**



Fuente: INE y SEE BBVA

nistas, están detrás del repunte adicional que los tipos de interés han mostrado en el segundo trimestre del año, con el euríbor en máximos desde la creación de la zona euro, y en promedio del segundo trimestre un punto por encima de lo previsto hace 3 meses. Aunque esperábamos un mantenimiento de las tensiones, frente a los que defendían una normalización del mercado, lo cierto es que éstas no sólo se han mantenido, sino que incluso se han intensificado. En efecto, en las previsiones de abril, asumíamos como supuesto que las tensiones en los mercados financieros se mantendrían en los niveles alcanzados en el primer trimestre de 2008. Medidas a través del TED spread (que recoge el diferencial entre el tipo interbancario y el de la financiación libre de riesgo, como es la Letra del Tesoro), ello supondría esperar un diferencial en el entorno de los 50 puntos básicos (pb), todavía holgadamente por encima de las cifras medias observadas con anterioridad al estallido de la crisis financiera (en el entorno de los 15 puntos básicos). Sin embargo, las tensiones financieras han aumentando, alcanzando una media de 80 pb, 30 más de lo previsto en nuestro escenario de abril.

**En este contexto, no sorprende que los datos de coyuntura muestren una desaceleración intensa de la economía española y que, especialmente para indicadores de consumo y de desempleo, esté siendo mayor de lo anticipado**

Los indicadores de coyuntura han ido deteriorándose paulatinamente desde 2007, pero en la primera mitad de 2008 la moderación de los mismos ha adquirido intensidad. El indicador de actividad IA-BBVA, que sintetiza en una única señal la información de 45 indicadores parciales de coyuntura, ilustra con claridad esta situación. No sólo muestra una clara tendencia de moderación de la actividad desde finales de 2006, sino que con la última actualización presenta un nivel holgadamente por debajo de cero (es decir, por debajo de su tendencia), ya inferior con claridad al que se registró en el mínimo de la desaceleración 2001-2002. Especialmente relevante ha sido el deterioro que han mostrado los indicadores de consumo, los relacionados con el sector de la vivienda y algunos de desempleo. En el caso de los primeros se hace especialmente evidente para los bienes de consumo duradero, con caídas cada vez más intensas y por encima de lo previsto, en una respuesta tanto a la deriva de sus determinantes fundamentales (como comentaremos en la sección tercera de este informe), como a una respuesta de carácter precautorio asociada al deterioro de las expectativas ante el rápido deterioro económico.

Mención aparte merece el mercado de trabajo. En el mismo están conviviendo dos fenómenos simultáneos. Por una parte, la economía ha ido moderando la creación de empleo de forma acorde con la intensa desaceleración del PIB. Los datos de la EPA del segundo trimestre, mostraron que, una vez corregidos los efectos estacionales, la economía ha dejado de crear empleo, por primera vez desde 1994. Por otra parte, las cifras de crecimiento de la población activa se mantienen en niveles extraordinariamente elevados, próximos a los máximos alcanzados en la fase expansiva del ciclo (3,2% de media entre 2004-2007) por lo que el desempleo (y la tasa de paro) está aumentando con gran intensidad. De hecho, algunas de las cifras conocidas de paro registrado en los últimos meses han mostrando los deterioros más importantes de la serie histórica.



## El ajuste de la economía española toma velocidad ante la persistencia de una triple perturbación combinada

Desde finales de 2007, la economía mundial se encuentra envuelta en tres grandes perturbaciones de evolución incierta y que están fuertemente relacionadas entre sí: crisis financiera, tensiones en los mercados de materias primas y ajuste inmobiliario. Las tensiones en los mercados financieros surgidas hace un año han provocado el comienzo de una cierta moderación a escala mundial en la disponibilidad de crédito y un aumento de su coste. Esto no ha hecho más que incentivar el proceso de ajuste que el sector inmobiliario a escala mundial venía presentando de forma suave desde 2006<sup>1</sup>.

El debilitamiento del sector inmobiliario es el responsable, a su vez, de la moderación que el efecto del menor dinamismo de la riqueza inmobiliaria ha venido impulsando sobre el consumo, al tiempo que generaba aumentos en los préstamos fallidos y la aparición de pérdidas bancarias, en especial en los EE.UU. Todo ello, a su vez, incide sobre los resultados del sector financiero, acentuando el choque en este sector. Por otra parte, las tensiones en los mercados financieros, y en especial el debilitamiento del dólar, han generado flujos crecientes hacia las materias primas. El carácter financiero, junto con otros factores de oferta y demanda, explica el drástico repunte experimentado en los mercados de materias primas, incluidas las energéticas como el petróleo. Su impacto en la inflación ha sido inmediato, generando un cambio de expectativas de política monetaria hacia un sesgo más restrictivo y un dilema en la implementación de la misma en la fase cíclica actual, resuelto hasta la fecha en la zona euro con un retorno a la senda de alzas de tipos interrumpidas, precisamente, hace un año con el inicio de la crisis financiera. Nuevamente, el alza de tipos interfiere en el ajuste del sector inmobiliario.

A lo largo del primer semestre del año, se ha puesto de manifiesto que estos shocks han resultado más persistentes y más intensos de lo esperado, lo que obliga a una revisión de los supuestos necesarios para determinar las perspectivas de la economía española. Como veremos a continuación, la economía española es especialmente sensible a los cambios adversos en el entorno global, porque cada uno de esos shocks golpea sobre aspectos en los que la economía española es especialmente vulnerable. El resultado, no puede ser sino una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento.

## Primer choque: una crisis financiera global, más intensa y persistente de lo previsto, que encarece y dificulta la financiación de la economía

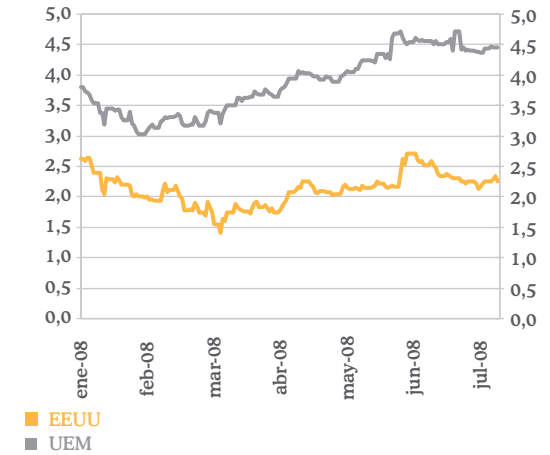
La economía española es especialmente vulnerable a la crisis financiera en marcha. Efectivamente, un contexto de menor disponibilidad de liquidez impacta más intensamente en aquellas economías que tienen una elevada necesidad de financiación. Tal es el caso de la economía española, donde la apelación a la financiación internacional es el resultado tanto de un creciente déficit por cuenta corriente (que, prácticamente, se ha multiplicado por cuatro en los últimos cuatro años, hasta alcanzar los 106 mil millones de euros en 2007) como de unos importantes flujos de inversión directa en el exterior (50 mil millones en 2007). En un entorno de abundante liquidez, de condiciones financieras holgadas y dada la pertenencia a la UEM, la financiación del mismo no plantea problemas en una fase expansiva del ciclo, pero las dificultades surgen cuando los mercados se cierran a las emisiones de activos, se encarece la financiación y se acortan significativamente sus plazos. Un reflejo de esta situación en el ámbito de la economía española es el importan-

<sup>1</sup> El limitado ritmo de desapalancamiento de los agentes económicos más implicados en este proceso, al menos hasta la fecha, hace difícil pensar en una normalización de la situación a corto o medio plazo.

## 2. Ajuste intenso en la economía española

Gráfico 2.6.

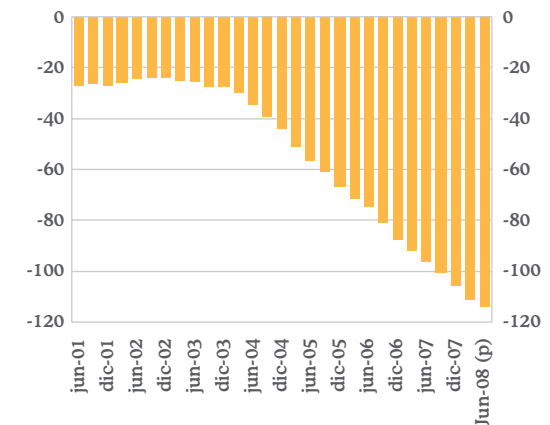
Tipos descontados para diciembre-08 por los futuros sobre FED Funds y Eonia



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2.7.

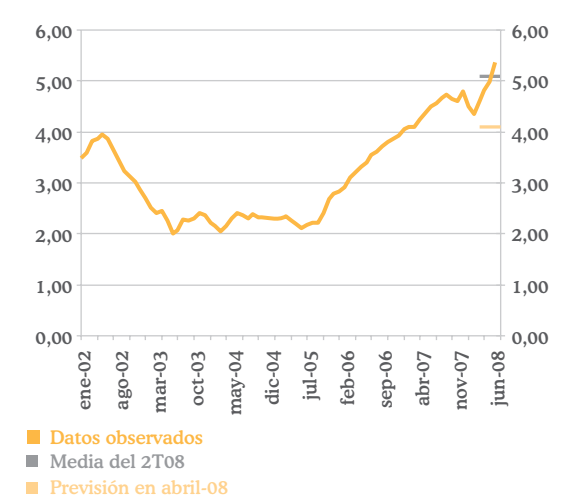
España, saldo por cuenta corriente (Miles de millones de euros, acumulado anual)



Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 2.8.

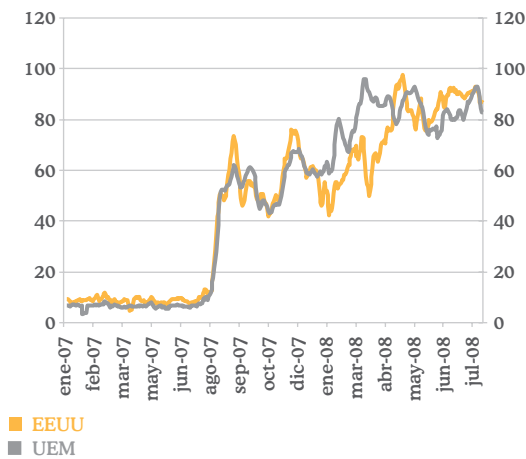
Euribor 12M



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.9.

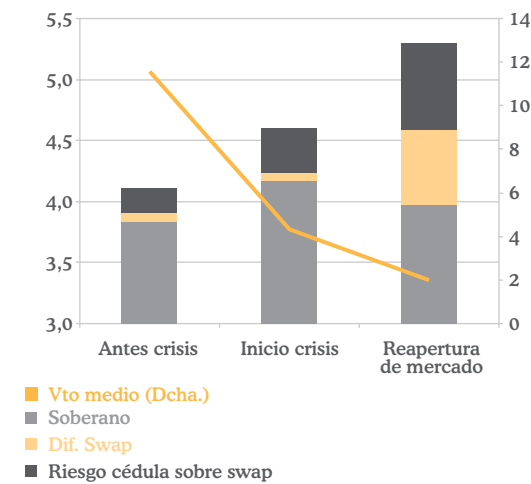
**Tensiones de liquidez interbancaria**  
(Diferencia LIBOR - expectativas de política monetaria, 12M)



Fuente: Bloomberg (media móvil 5 días)

Gráfico 2.10.

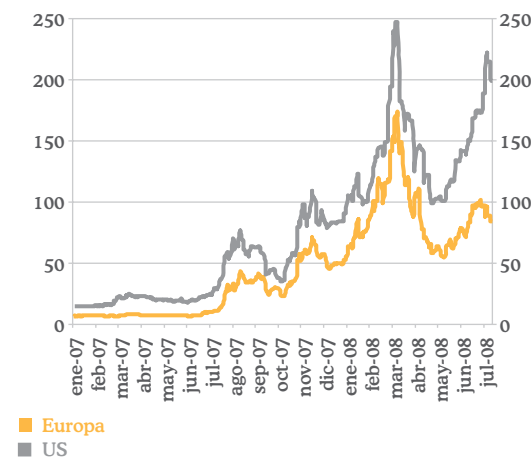
**Cédulas españolas: evolución del tipo promedio de emisión y plazos**



Fuente: Bloomberg y SEE BBVA

Gráfico 2.11.

**Riesgo de crédito bancario: CDS 5 años**  
(Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg y SEE BBVA. Media simple de CDS Senior a 5 años

te desplazamiento de los instrumentos de financiación hacia el corto plazo como consecuencia de la menor apetencia de activos por parte de los mercados internacionales (véase recuadro adjunto: "Las necesidades de financiación de la economía española se mantendrán elevadas en 2008 y 2009").

Y es que, transcurrido más de un año desde el inicio de la crisis financiera, está claro que tanto su intensidad como su duración e impacto están siendo mayores de lo esperado. Las pérdidas acumuladas en una parte del sistema financiero global la convierten ya en la crisis más costosa de los últimos 30 años. Además, lejos de moderarse, las tensiones se mantienen y recientemente vuelven a ampliarse las primas de riesgo, al tiempo que continúan las dificultades para obtener liquidez y para emitir títulos en los mercados de crédito. La escasez de liquidez no ha sido corregida sustancialmente, pese a las actuaciones de los bancos centrales (aumento de su provisión, aumento de los colaterales utilizados en las operaciones de inyección, aumento del plazo de las subastas...), y todo ello ha generado una notable y persistente presión sobre los tipos de interés del mercado interbancario, alcanzándose el pasado mes de junio el máximo para el euribor a 12 meses, en el 5,4%, a razón de un 1% más cada año, desde hace tres. Aunque no se espera que haya una cadena de subidas de tipos por parte del BCE, indudablemente las tensiones sobre los tipos europeos van a permanecer en el corto plazo.

Simultáneamente, han aumentado las primas de riesgo en los mercados de bonos corporativos, y singularmente en los de bonos emitidos por el sector financiero. Si en años anteriores, las entidades financieras habían conseguido expandir sus balances gracias a las bajas primas de riesgo que enfrentaban, ahora la situación cambiaba radicalmente. En el caso de EEUU, es llamativo observar como los costes de emisión actuales son similares a los de antes de la crisis por el aumento de la prima de riesgo, a pesar de los 325 pbs de bajada de la Fed. En la UEM, dado que el BCE ha subido los tipos oficiales, los costes son aún mayores. Pero además no sólo la emisión resulta más costosa, sino que las dificultades de emisión se traducen en un significativo acortamiento de los plazos de emisión. En Europa, por ejemplo, al comenzar 2008, el 70% de las emisiones realizadas por el sector bancario se efectuaron a plazos inferiores a 2 años, frente al 50% que era el porcentaje de estas emisiones antes de la crisis. Un ejemplo más concreto de este comportamiento lo encontramos en el mercado español de cédulas hipotecarias donde este patrón es más acusado, tanto en encarecimiento como en extensión del vencimiento, como se observa en el gráfico adjunto. Por su parte, el estancamiento en las emisiones de productos estructurados se mantiene. En resumen, los mercados primarios siguen sin recuperar la normalidad.

Algunos acontecimientos de principios de año parecían marcar un cambio hacia una relajación de las primas de riesgo. Así ocurrió en marzo, cuando la Reserva Federal rescataba al Bear Stearns, en un segmento, el de los bancos de inversión, especialmente afectados. Esta situación marcó un punto de inflexión en la crisis: las primas de riesgo se relajaron relativamente, aunque las tensiones de liquidez se mantuvieron intactas. Sin embargo, tras este leve descenso, en el verano de 2008 las primas de riesgo volvieron a aumentar. Tras los problemas en las agencias hipotecarias garantizadas por el gobierno en EEUU, Fannie Mae y Freddie Mac, y las crecientes dificultades de otras entidades, parece claro que la crisis se estaba extendiendo a mayor número de entidades y activos y que su duración va a ser significativa.



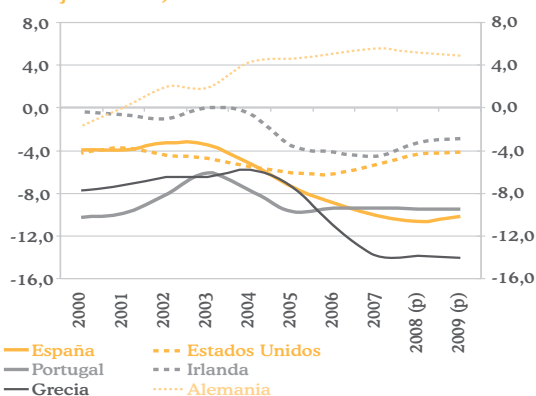
## Recuadro 1: Las necesidades de financiación de la economía española se mantendrán elevadas en 2008 y 2009

El déficit por cuenta corriente de la economía española se situó en 2007 en 106 mil millones de euros, el 10,1% del PIB<sup>1</sup>, máximo histórico y relativamente elevado comparado con otros países industrializados, sólo superado en nivel por EE.UU., y como porcentaje por Grecia (-13,9%) e Islandia (-15,6%), y por encima del de países con un déficit comercial tradicionalmente elevado, como Estados Unidos (-5,3%) o Portugal (-9,4%). Además, a diferencia de lo que puede ocurrir en alguno de estos países, se espera que España incremente adicionalmente su déficit por cuenta corriente en 2008, hasta situarse en el 10,6% del PIB, cifra que estimamos que será del 10,2% en 2009.

Gráfico 1.

### Saldo por cuenta corriente

(Porcentaje del PIB)



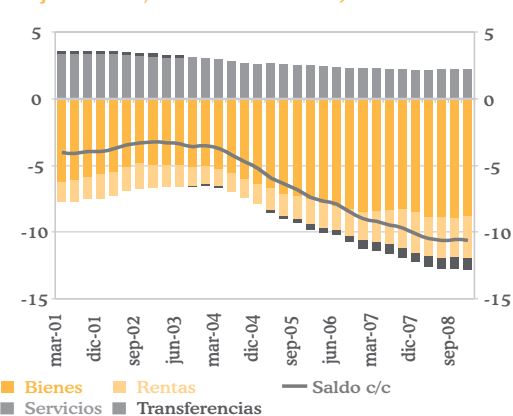
(p) Previsiones España y resto de países FMI  
Fuente: SEE BBVA a partir de FMI

El aumento del déficit exterior es resultado del deterioro de todos los componentes de la balanza, tanto de los deficitarios (comercial, rentas y transferencias) como del superávit de servicios. En este punto, conviene desatacar el impacto de las importaciones energéticas, dado que casi cuatro puntos porcentuales del déficit exterior español son resultado de las importaciones de petróleo y de gas natural.

Gráfico 2.

### España, componentes de la balanza por cuenta corriente

(Porcentaje del PIB, acumulado anual)



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE

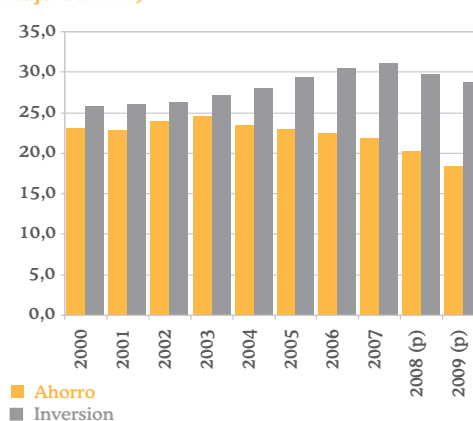
<sup>1</sup> El reducido superávit de la balanza de capital hace que la necesidad de financiación de la economía española haya sido en 2007 del 9,7% del PIB, 1,3 puntos porcentuales por encima del registro de un año antes.

Desde la perspectiva del ahorro y la inversión, el déficit por cuenta corriente más el superávit de la balanza de capital refleja el elevado dinamismo de la inversión en España, muy superior a un ahorro doméstico que se compara favorablemente con los niveles existentes en otros países. En un entorno de descenso estructural de los tipos de interés, la economía española ha incrementado su nivel de consumo, público y privado, resultando de ello un menor ahorro, que ha caído en 2007 seis décimas respecto al año anterior, situándose en el 21,9% del PIB. Del mismo modo, los menores costes de financiación y un entorno de holgura crediticia han derivado en un notable crecimiento de la tasa de inversión que ha pasado de representar un 25,8% del PIB en el año 2000 a un 31,1% en 2007. Las familias y las empresas son los sectores institucionales que han concentrado este mayor esfuerzo inversor, destinado tanto a vivienda y al resto de construcción como a bienes de equipo.

Gráfico 3.

### España, ahorro e inversión

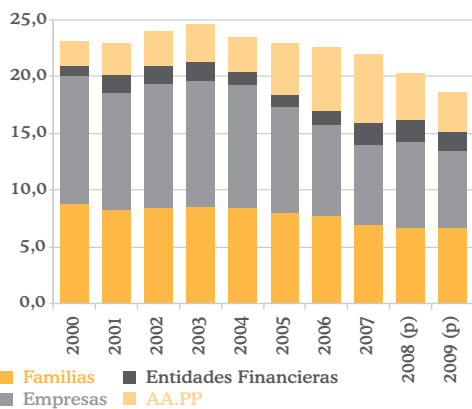
(Porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA

Un entorno global más incierto y, desde un punto de vista financiero, más austero, hace prever que las tasas de inversión caigan a lo largo del horizonte de previsión. Según nuestras estimaciones, la tasa de inversión se situaría en 2009 ligeramente por debajo del 29% del PIB, casi 2,5 puntos menos que en 2007, arrastrada sobre todo por la contracción de la inversión en vivienda de las familias. El esperado aumento de la inversión pública no compensará el descenso del peso de la inversión de los agentes privados de la economía. En lo que se refiere al ahorro, en 2008 y 2009 se producirá un cambio de signo en las contribuciones del sector privado y del sector público de la economía. El ahorro público, que venía compensando la caída del ahorro privado, se reducirá, más incluso del esperado aumento del ahorro en empresas y familias. Así, se espera que el ahorro público sea del 4% del PIB en 2008, casi dos puntos menos que en 2007, descenso superior al previsto repunte del ahorro de hogares y empresas no financieras, cercano a medio punto porcentual del PIB en el mismo periodo. Con todo, en estos dos próximos años se producirá un descenso del ahorro nacional cercano a 2,5 puntos de PIB, situándose en 2009 cerca del 19%.

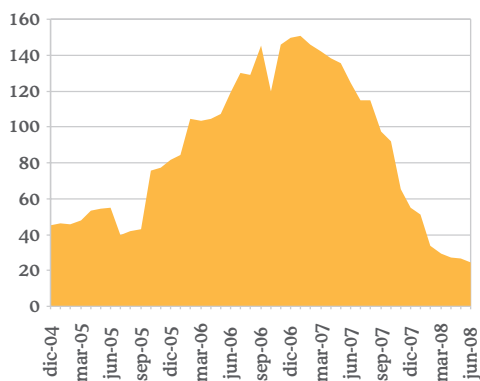
**Gráfico 4.**  
**España, ahorro**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA

Por otra parte, la capacidad de la economía española para captar capitales en el exterior, en un entorno muy favorable, ha permitido financiar el intenso proceso de inversión de las empresas españolas en el exterior. Así, en 2007 España registró salidas netas de capital en forma de Inversión Directa por importe de 50 mil millones de euros (un 4,7% del PIB), algo que en la práctica supone acrecentar la necesidad de financiación de la economía. El nuevo entorno, más adverso para el crecimiento, está frenando este proceso de inversión en el exterior. Así, los datos más recientes de fusiones y adquisiciones empresariales de España hacia el exterior, disponibles hasta junio, muestran una caída acumulada en el primer semestre del año de más del 50% respecto a la inversión completada a finales de 2007, que ya eran la mitad del acumulado seis meses antes, a mediados de 2007.

**Gráfico 5.**  
**España, fusiones y adquisiciones hacia el mundo. Operaciones completadas**  
(Acumulado 12 meses, miles de millones de dólares)



Fuente: Thomson One

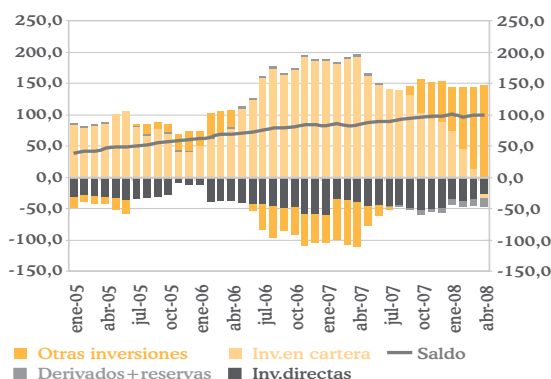
**Cambio en los instrumentos de financiación, hacia el corto plazo**

Hasta mediados de 2007 las necesidades de financiación de España se cubrían fundamentalmente con inversiones en cartera, procedentes principalmente de la colocación en el exterior de bonos y obligaciones de sociedades y entidades financieras. A partir de septiembre de 2007, y como conse-

cuencia de las turbulencias financieras globales, se observa un cambio en el tipo de instrumentos con los que la economía española está cubriendo sus necesidades de financiación, registrándose un significativo desplazamiento de los instrumentos de financiación hacia el corto plazo, en claro detrimento de las emisiones a largo plazo.

Por sectores institucionales, las entidades financieras siguen siendo, junto con otros sectores residentes (hogares y empresas), el sector que mayor volumen de recursos capta en el exterior, si bien, se observa el mismo cambio en sus instrumentos de financiación, incrementando el endeudamiento a corto plazo.

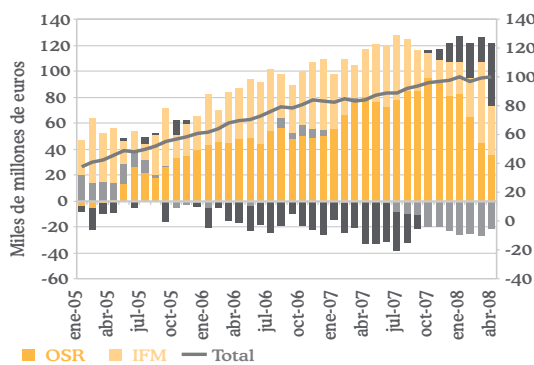
**Gráfico 6.**  
**España, balanza de pagos (cuenta financiera)**  
(Miles de millones de euros, acumulado anual)



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE

En un entorno como el actual de mercados financieros cerrados para determinados tipos de activos, y con una inversión directa en el exterior en descenso, las necesidades de financiación se situarán alrededor del -10,1% del PIB, cuatro décimas más que en 2007, arrastradas por el deterioro de la balanza comercial. En este contexto, y dado el encarecimiento que están experimentando los costes de las emisiones, sin una normalización de los mercados de capitales, su obtención seguirá siendo muy compleja.

**Gráfico 7.**  
**España, flujos financieros netos con el exterior, por sectores institucionales**  
(VNP-VNA)



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE

## Se abre ahora una segunda etapa de la crisis financiera, donde el desapalancamiento se convierte en una realidad

La duración de la crisis financiera viene condicionada, entre otros factores, por la capacidad de las entidades financieras para hacer frente a un proceso de desapalancamiento, bien mediante el aumento de capital, bien mediante la disminución de activos, puesto que las pérdidas, al reducir el capital, imponen una restricción en su actividad. En un primer momento, casi el 70% de las pérdidas de la banca estadounidense y el 50% de las incurridas por la banca europea fueron compensadas por las inyecciones de capital realizadas, principalmente, por los fondos soberanos de los países emergentes. Ahora bien, tras haber sido muy activos en la primera fase de la crisis, poco a poco se mostraron más reticentes a intervenir, y las últimas recapitalizaciones están encontrando dificultades para colocarse. De hecho, en los últimos meses se observa un creciente efecto señalización negativo, puesto que aquellas entidades que emiten capital son percibidas como más vulnerables. Si las entidades no consiguen nuevo capital, la opción es reducir su volumen de endeudamiento. Por tanto, en adelante, cabe esperar que las entidades se vean abocadas a reducir el tamaño de su activo. Un proceso que sin duda tomará tiempo, y que tendrá consecuencias en términos de menor crecimiento del activo bancario y de la economía en su conjunto.

### Revisado el supuesto sobre intensidad y duración de la crisis financiera, estimamos que ésta tendrá un impacto en 2008 y 2009, respectivamente, de 0,2 y 0,5 pp más de lo estimado hasta ahora

En nuestras previsiones de abril habíamos considerado dos escenarios alternativos; en el primero, las tensiones financieras podrían persistir hasta el segundo trimestre de 2008 en los niveles observados hasta entonces; en el segundo, las tensiones perdurarían durante todo 2008, también en un nivel de intensidad semejante al observado durante el primer trimestre. A la vista del desarrollo de la crisis, ambos escenarios se antojan ahora optimistas. En consecuencia, hemos revisado esta hipótesis, para adoptar como supuesto el de una persistencia de las tensiones financieras hasta el primer trimestre de 2009 en los niveles de intensidad que ha venido mostrando en el segundo trimestre de 2008. Desde un punto de vista cuantitativo, los niveles de tensión en los mercados financieros son aproximados por el TED spread, como diferencia entre el tipo de interés interbancario y el rendimiento de los activos libres de riesgo (Letra del Tesoro), y se asume un nivel de 80 puntos básicos.

La persistencia de las tensiones en los mercados financieros modera el crecimiento real del crédito y, de esta forma, el crecimiento de la economía. Según nuestras estimaciones, el mantenimiento de las tensiones financieras en el escenario descrito implicaría un impacto en términos de menor PIB en el entorno de 1 pp en 2008, 0,2 pp más de lo estimado el pasado mes de abril, cuando se asumió una evolución del spread de 50 puntos básicos. Los efectos serían mayores en 2009, año en el que el impacto se situaría en 1,6 pp, medio punto más que lo estimado hace 3 meses<sup>2</sup>.

### Segundo choque: la economía española es relativamente más intensiva en el uso de petróleo por unidad de PIB, por lo que es vulnerable ante el alza de los precios del petróleo

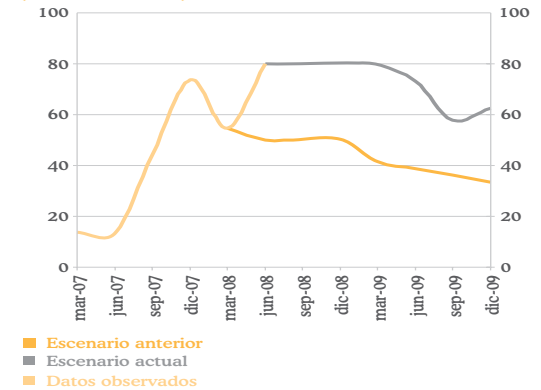
La economía española hace un uso más intensivo del petróleo que las economías de nuestro entorno. Tal y como puede verse en el gráfico adjunto, pese a la disminución de los últimos años, continúa siendo superior al de otros países desarrollados. Por tanto, la economía espa-

<sup>2</sup> Para más detalles sobre el modelo de estimación del impacto de la crisis financiera, véase Situación España, abril 2008.

## 2. Ajuste intenso en la economía española

Gráfico 2.12.

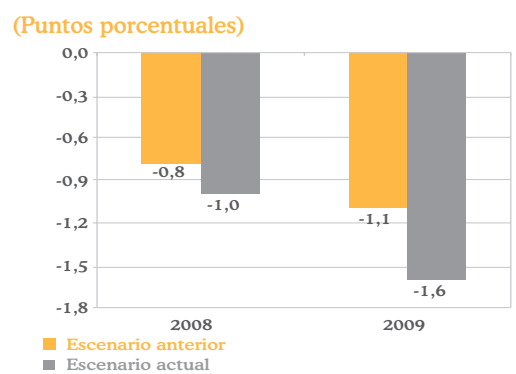
### España, escenarios de TED spread 3M (Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg y SEE BBVA

Gráfico 2.13.

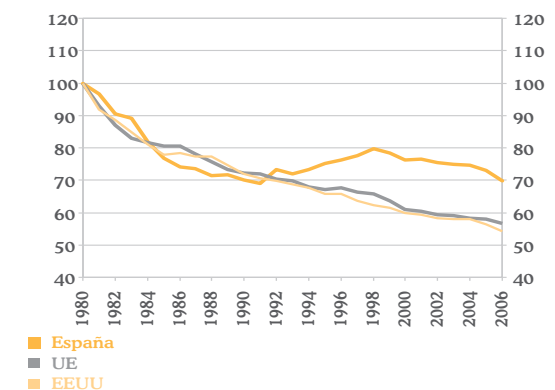
### España, efectos de la crisis financiera sobre el PIB (Puntos porcentuales)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.14.

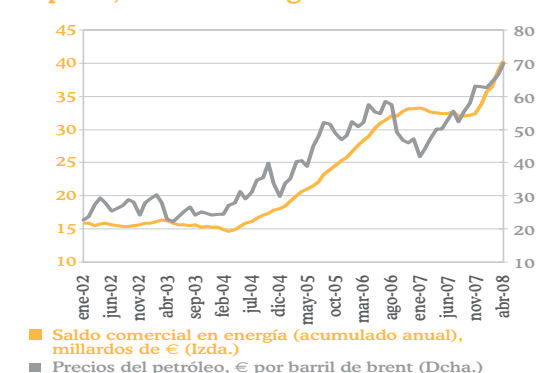
### Uso de petróleo por unidad de PIB (1980=100)



Fuente: SEE BBVA, Comisión Europea y BP

Gráfico 2.15.

### España, factura energética



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.16.

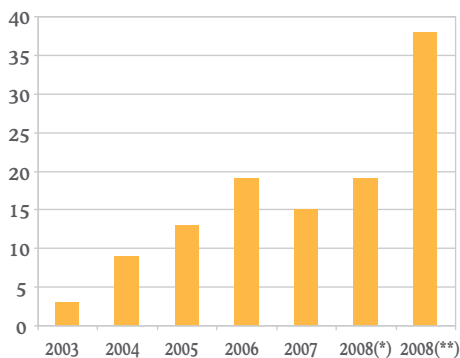
**Evolución del precio del petróleo (Dólares por barril)**



Fuente: Datastream y SEE BBVA

Gráfico 2.17.

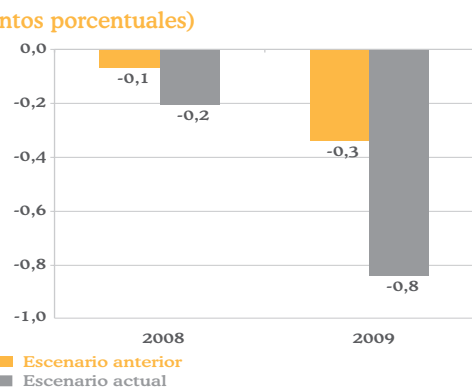
**Flujos netos en fondos de materias primas (Miles de millones de dólares)**



(\*) provisional (\*\*) extrapolado anual  
Fuente: JP Morgan a partir de una muestra de 400 fondos

Gráfico 2.18.

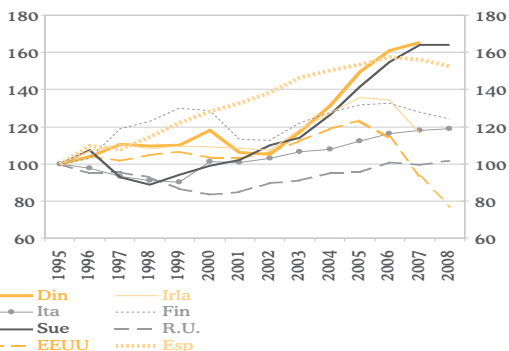
**España, efectos del choque de petróleo sobre el PIB (Puntos porcentuales)**



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.19.

**Inversión en vivienda/PIB (1995=100)**



Fuente: SEE BBVA

ñola es vulnerable en mayor medida a las actuales tensiones en los precios de la energía. La factura energética de la economía española, se ha más que doblado en los últimos 3 años, y roza ya los 40 millardos de euros anuales (un tercio del total del déficit exterior de España), lo que supone cerca del 4% del PIB de 2007.

El déficit exterior en energía viene determinado, fundamentalmente, por el precio del petróleo. Los repuntes que ya se observaban desde finales de 2007 se han visto intensificados en el primer semestre de 2008. De hecho las actuales tensiones en el mercado del petróleo son comparables, en términos reales, tanto en intensidad como en velocidad, a los dos shocks petroleros de la década de 1970. El origen, sin embargo, es bien distinto. Al contrario de lo ocurrido anteriormente, en esta ocasión no ha venido motivado por un choque (negativo) de oferta. La tendencia de aumento de los precios del petróleo observada desde 2004 venía impulsada por la fortaleza de la demanda, incentivada por los excepcionales crecimientos de países emergentes, poco eficientes energéticamente.

Ahora bien, las diferencias entre oferta y demanda no explican en absoluto los niveles alcanzados por el precio del petróleo en el período más reciente. De hecho, la demanda se está desacelerando en los países desarrollados y no ha habido sorpresas en la evolución de la oferta. El petróleo, y en general las materias primas, se ha convertido en un activo financiero más y, como puede verse en el gráfico adjunto, este mercado está experimentando una atracción de fondos, como resultado de la re-evaluación de los riesgos de otros activos financieros. Así, en los primeros meses de 2008 ya se han producido tanto flujo hacia fondos de inversión en materias primas como el total de 2007. En todo caso, aunque los fundamentales no justifiquen los precios actuales, las tensiones pueden durar más que en otros ciclos. El peso del componente financiero, en ausencia de sorpresas o de cambios regulatorios, puede ser bastante duradero.

**Se revisan las previsiones de precios del petróleo. El cambio supone un mayor drenaje de renta y consumo del esperado. El impacto en PIB se cuantifica en el entorno de 0,2 pp menos en 2008 y cerca de un punto en 2009**

A medio y más largo plazo, un retorno a un mercado más dominado por factores de demanda y de oferta podría contribuir a suavizar las tensiones en estos mercados. A ello podría unirse un componente financiero, si finalmente se observa una recuperación del dólar o elementos que desincentiven la actual operativa en el mercado de futuros de las materias primas.

Con todo, el escenario de precios del petróleo utilizado como supuesto de nuestra previsión de abril ha sido revisado al alza. En el momento actual estimamos que el precio del petróleo podría experimentar en esta segunda mitad de año una suave moderación hasta cerrar el año ligeramente por encima de los 100 dólares, que serían 110 en promedio anual. En 2009, nuestra previsión actual se sitúa en los 90 dólares. Este nuevo escenario supone una revisión alcista de casi 25 dólares en 2008 y de 15 en 2009 frente al escenario utilizado en el mes de abril. Según nuestras estimaciones, el recrudescimiento de las tensiones en el mercado del petróleo implica un menor crecimiento del PIB español que puede cuantificarse en una décima en 2008 y en medio punto de PIB adicionales a las estimaciones del mes de abril.

**Tercer choque: un ajuste del sector inmobiliario global que, en combinación con los otros, lleva a una corrección de actividad y precios**

Tras una década de subidas ininterrumpidas de precios de la vivienda en muchos países de la OCDE y de aumento generalizado de la actividad inmobiliaria, el sector ha entrado en una etapa de rápida



desaceleración o incluso de contracción. El ajuste en el sector presenta ya un carácter prácticamente global, si bien, como se observa en el gráfico adjunto, presenta diferencias de matiz, tanto sobre el alcance de la expansión previa, como sobre el grado de ajuste ya iniciado. Los factores financieros, que han sido determinantes en la expansión de los últimos años, son ahora un elemento de vulnerabilidad. El sector experimentó su giro cíclico con el cambio de condiciones financieras en 2005, y con la crisis financiera en marcha se ha producido un vuelco en las expectativas sobre un sector que ya mostraba claros signos de agotamiento, dada la larga duración del ciclo alcista y la sensación clara de que los niveles de precios y stocks inmobiliarios mostraban dinámicas poco sostenibles.

Tal es el caso del sector inmobiliario español, donde el ajuste que venía experimentando se ha intensificado, tanto en actividad como en demanda y, en menor medida, en precios. En el momento actual, los datos de coyuntura muestran el más profundo ajuste de su historia, tal y como se recoge en el indicador sintético de actividad en vivienda, que recoge la información de un conjunto de indicadores del sector, algunos de ellos de carácter adelantado. Como se observa en el gráfico adjunto, los niveles actuales del ajuste sobrepasan holgadamente el mínimo histórico. No obstante, los datos de inversión en vivienda en contabilidad nacional muestran que la caída de la misma todavía es limitada, lo cual, a la vista de la comparación con los datos coyunturales, hace pensar que la fase más aguda del ajuste todavía está por llegar, y que ésta será más intensa de lo previsto hace 3 meses.

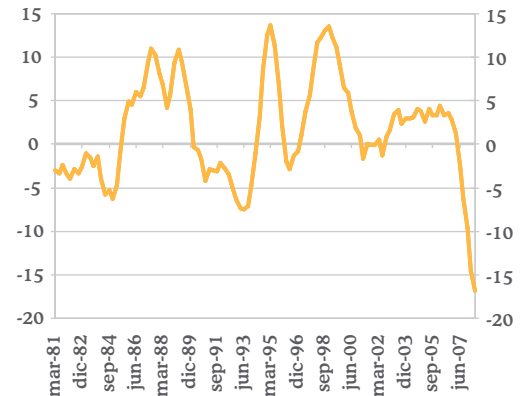
Aunque no hay dos ciclos iguales, la comparación histórica y transversal puede dar una indicación de cuál puede ser la magnitud del ajuste pendiente en las variables clave (precios y actividad) considerando los factores fundamentales que las explican. Se puede llevar a cabo una primera aproximación a la estimación del margen de caída que tiene el actual ciclo inmobiliario observando la duración y amplitud de caídas pasadas en precios y actividad. Aunque la variabilidad entre distintos ciclos es considerable (con ciclos más cortos que transcurren en medio de ciclos más largos), los períodos de caídas de precios reales desde 1970 han durado en media 14 trimestres (tres años y medio), repartidos entre 2 ó 6 episodios de caída (según los países), mientras que la caída media en precios reales ha sido de un 20%, a razón de 1,4% por año.

Por otra parte, las variaciones de precios suelen estar asociadas a ciclos paralelos de actividad en la misma dirección. Según nuestras estimaciones los períodos de caída en el ratio de inversión residencial sobre PIB han tenido una duración media de 4,5 años y han supuesto en total una disminución de 1,8 puntos porcentuales (cuatro décimas por año). En este caso las variaciones entre los ciclos medios de los distintos países son importantes: en algunos países europeos (Francia, Italia, España) las caídas en actividad han sido históricamente menores que en Estados Unidos, Irlanda o los países nórdicos.

Aunque, evidentemente, lo ocurrido en los ciclos inmobiliarios pasados no tiene por qué determinar lo que está por venir, dada la variedad de factores que influyen en cada ciclo inmobiliario y en su relación con otras variables de actividad, la historia de las últimas tres décadas parece indicar que los ajustes del ciclo de la vivienda pueden llegar a ser prolongados, y en todo caso disipa la idea de que los precios inmobiliarios (no sólo reales, sino también nominales) no pueden caer. Dado que la expansión reciente del sector de la vivienda ha sido una de las más largas e intensas, cabría esperar, en principio, que la duración del ciclo bajista que se avecina a nivel internacional fuese también importante. Todo depende, sin embargo, de hasta qué punto la reciente expansión viene explicada por factores estructurales y del papel que los factores financieros, verdadera diferencia de este ciclo, vayan a jugar en el ajuste. Estos últimos factores podrían contribuir a intensificar el ritmo de ajuste en un contexto de menor disponibilidad de crédito.

Gráfico 2.20.

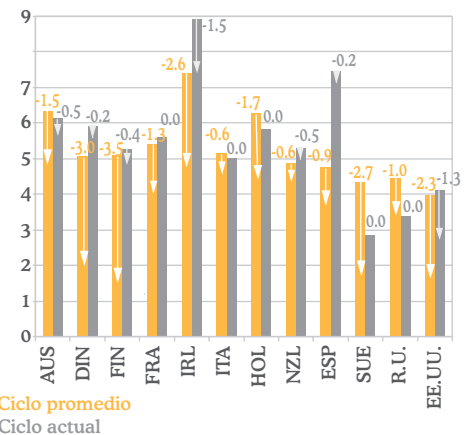
**España, indicador sintético de actividad en construcción (vivienda), % a/a**



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.21.

**Ratio inversión residencial/PIB: caída desde el máximo cíclico (% del PIB)**



Nota: la cifra señalada muestra la caída registrada desde el máximo en el presente ciclo, empezado en 2002 (Australia), 2005 (Irlanda, EE.UU.), 2006 (Finlandia, España, Reino Unido, Dinamarca). Fuente: SEE BBVA

Tabla 2.2.

**Ciclos del sector inmobiliario (caídas de precio real)**

	No. Ciclos	Caída media de precios reales	Promedio Nº. Trimestres	Caída media trimestral
Australia	6	-9,1%	9,2	-1,0%
Dinamarca	4	-24,2%	12,0	-2,0%
Finlandia	2	-40,3%	22,0	-1,8%
Francia	2	-10,3%	13,5	-0,8%
Irlanda	3	-11,2%	12,3	-0,9%
Italia	4	-35,5%	15,8	-2,3%
Holanda	3	-19,0%	12,0	-1,6%
Nueva Zelanda	5	-12,8%	11,6	-1,1%
España	4	-18,7%	15,5	-1,2%
Suecia	3	-22,9%	16,0	-1,4%
Reino Unido	3	-24,9%	16,3	-1,5%
EEUU	3	-10,3%	16,3	-0,6%
Promedio no ponderado	3,5	-19,9%	14,4	-1,4%

Fuente: SEE BBVA



Tabla 2.3.  
Ciclos del sector inmobiliario  
(Cambio asociado en inversión en vivienda)

	Duración media del ciclo (años)	Caída media acumulada en inversión vivienda/ PIB	Caída media de inversión/PIB por año
Australia	2,2	-1,5%	-0,4%
Dinamarca	4,0	-3,0%	-0,9%
Finlandia	9,5	-3,5%	-0,4%
Francia	5,3	-1,3%	-0,2%
Irlanda	4,0	-2,6%	-0,8%
Italia	4,0	-0,6%	-0,2%
Holanda	5,0	-1,7%	-0,4%
Nueva Zelanda	2,3	-0,6%	-0,3%
España	3,8	-0,7%	-0,2%
Suecia	5,0	-2,7%	-0,5%
Reino Unido	4,8	-1,0%	-0,3%
EEUU	4,0	-2,3%	-0,6%
Promedio no ponderado	4,5	-1,8%	-0,4%

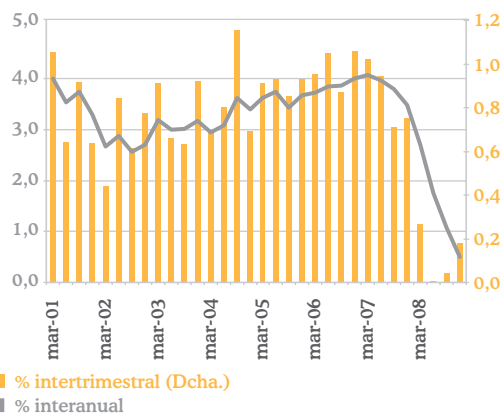
Fuente: SEE BBVA

Tabla 2.4.  
Variables del entorno exterior:  
previsiones

	Previsión abril-08		Prevision actual	
	2008	2009	2008	2009
Petróleo (\$ por barril)	86	75	110	90
Inflación (% a/a)	3,7	2,7	4,4	2,8
Tipo de interés BCE (f.d.p)	3,50	3,75	4,25	3,50
Euribor 12 M	4,4	4,0	4,9	4,0
Tipo hipotecario	5,3	5,1	5,7	5,0
TED spread 3M	50	38	74	68
Tipo de cambio				
Euro (Dólares por euro)	1,53	1,45	1,52	1,43
Tipo efectivo real (1999=100)	126,8	126,4	125,1	125,6
Crecimiento PIB (% a/a)				
EEUU	1,0	1,6	1,2	1,0
UEM	1,4	1,5	1,6	1,0

Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.22.  
España, crecimiento del PIB



Fuente: INE y SEE BBVA

¿Cuál es, por tanto, el margen de caída de precios y actividad en España? Para responder esa cuestión se ha llevado a cabo un estudio en el SEE BBVA, que se recoge con detalle en el número de julio de Situación Inmobiliaria, donde se han estimado ecuaciones de precios e inversión inmobiliaria, para calcular el grado de sobrevaloración de precios o de exceso de actividad por encima de los niveles explicados por los fundamentales. Según nuestros resultados, los precios reales estarían claramente sobrevalorados en Irlanda, y bastante menos en el resto de los países considerados. España estaría en un nivel medio-bajo, con un desajuste en precios reales de algo menos de un 15%, que se podría absorber en algunos años a través de estabilidad o pequeñas caídas de precios nominales, simplemente como resultado de la evolución de la inflación.

Las estimaciones de desajustes en las ecuaciones de inversión son menores en términos porcentuales para casi todos los países, y sólo igualan o superan el 10% en Suecia, Dinamarca y España, aunque teniendo en cuenta que en Estados Unidos una parte considerable del ajuste en actividad ya ha tenido lugar en los últimos dos años, y que Irlanda ya ha experimentado también importantes caídas en inversión. En el caso de España, los resultados son compatibles con un descenso del ratio de inversión residencial sobre PIB desde el 7,5% actual hasta el entorno del 5%-6%, en función del ritmo al que se absorba el exceso de oferta acumulado.

Por tanto, el sector de vivienda en España, seguirá con su proceso de ajuste durante algunos años. La duración del período recesivo dependerá del grado de ajuste en precios y de la intensidad de la caída en inversión. En todo caso, el ajuste hacia niveles de equilibrio no se producirá, con gran probabilidad, en un período inferior a 4 años, lo que indica que al menos hasta 2012 la inversión en vivienda no volverá a experimentar crecimientos relevantes.

### Perspectivas: revisión a la baja del crecimiento

En la tabla adjunta se recogen los nuevos supuestos de las variables del entorno exterior que condicionan la evolución de la economía española y se comparan con las previsiones vigentes hace tres meses. En todas las variables se ha producido un cambio que refleja el deterioro de nuestras expectativas sobre el entorno en el que se desenvuelve la economía española que, en algunos casos, es muy significativo.

Los elevados precios de las materias primas y el repunte inflacionista consecuente han provocado un aumento de las expectativas de tipos de interés. En EE.UU. hicieron que la Reserva Federal finalizara su ciclo de bajadas de tipos de interés oficiales, pausando en el nivel del 2%. En el caso europeo, el cambio de expectativas fue más significativo. No sólo se dejó de descontar la posibilidad de un descenso de tipos, sino que en julio se produjo una subida que pretende anclar las expectativas de inflación. Aunque el mercado descuenta subidas adicionales de tipos, en el actual contexto global no parece que esta subida sea el inicio de un nuevo ciclo alcista de tipos. Al contrario, nuestro escenario contempla la posibilidad de bajadas de tipos en 2009, a medida que la actividad se desacelere en Europa. Con todo, es previsible que finalmente la desaceleración del área euro termine por favorecer tipos a corto más bajos y también tipos de largo plazo relativamente bajos.

En el contexto descrito, el recorrido alcista del euro parece encontrar algunos límites. Tras estar presionado a la baja a corto plazo, en el medio plazo, apoyado por el aumento de los flujos de IED hacia la economía norteamericana, el dólar podría recuperar algo de su valor en relación con la moneda europea. Asimismo, las divergentes sendas de tipos oficiales que pronosticamos para ambas áreas (subidas en 2009 de la Fed y bajadas del BCE) también deberían favorecer al dólar y apoyar una depreciación suave del euro en 2009.

Como consecuencia del deterioro global, el crecimiento en los países desarrollados mostrará un menor dinamismo, con un balance de riesgos claramente sesgado a la baja. De esta forma, en EEUU el crecimiento se situará en el 1,2% en 2008, y en el 1,0% el próximo año. En Europa, el crecimiento mostró una cierta resistencia al comenzar el año 2008, pero los síntomas de desaceleración se acentúan. Primero se produjo una caída significativa de las expectativas y actualmente se está empezando a observar la desaceleración de los indicadores reales. Algunas economías de menor dimensión muestran crecimientos negativos. En su conjunto, la UEM podría crecer un 1,6% en 2008, por debajo de su crecimiento potencial, desacelerándose hacia el 1,0% el próximo año. El debilitamiento de la economía mundial limita el crecimiento de la demanda exterior de la economía española.

En consonancia con el deterioro de las hipótesis de la previsión, se revisan a la baja las perspectivas de crecimiento de la economía española. La intensificación observada en los trimestres más recientes continuará. En su conjunto, ahora se prevé que la economía española crezca en promedio de 2008 en un intervalo que podría situarse entre el 1,7% y el 1,3%. Por comparación con la previsión de abril, ello supone que el crecimiento mínimo esperado en aquel momento se convierte en el máximo de crecimiento esperado ahora para este año. Para 2009 los rangos de la previsión se revisan en mayor medida. En 2009 la economía no crecerá más del 1%, sin que pueda descartarse un crecimiento cero de la economía en ese año. En promedio de los rangos, las nuevas previsiones (1,5% en 2008 y 0,5% en 2009) supone una revisión a la baja del crecimiento de 0,4 pp y de 0,9 pp, respectivamente, frente a las previsiones de hace sólo tres meses.

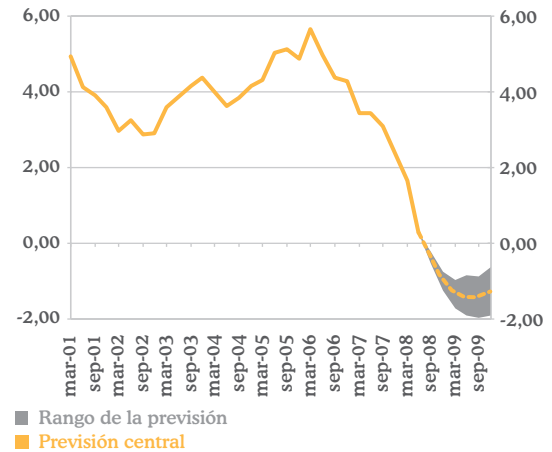
El perfil trimestral de la desaceleración ofrece rasgos de interés. Según nuestras estimaciones, la economía española habría alcanzado un crecimiento cero trimestral en el segundo trimestre de 2008, lo que en términos interanuales equivaldría a una tasa del 1,7%, un punto menos del crecimiento del primer trimestre. La economía española continuaría con crecimientos muy moderados en los siguientes trimestres, pudiendo iniciar en el segundo semestre de 2009 una suave recuperación.

En este contexto, la creación de empleo se ve corregida de forma significativa. Así, las previsiones de variación de ocupados se revisan a la baja en 2008, cuando el número de ocupados prácticamente se estancará, desde los más de 600 mil empleos creados en 2007. El bajo crecimiento de la economía previsto para 2009 provocará que la economía española destruya empleo, un 1,4%, lo que supone unos 275 mil empleos menos en promedio de las cotas de crecimiento económico planteadas.

En esta etapa de intenso ajuste, algunos de los desequilibrios que venía presentando la economía española se corregirán, aunque probablemente menos de lo que venían haciéndolo en anteriores ciclos. La dificultad de financiar el abultado déficit por cuenta corriente, lleva implícita la necesidad de reducir la brecha entre inversión y ahorro. En el caso de los hogares, la intensidad del ajuste planteado en el consumo más que compensará la desaceleración de la renta disponible, con lo que cabe prever una recuperación de su tasa de ahorro hasta alcanzar el 11% de la renta disponible en 2009. El descenso de sus inversiones en vivienda permitirá que su necesidad de financiación también se reduzca. Con todo, la tasa de ahorro del conjunto de la economía nacional no subirá dado el descenso esperado en el ahorro de las AAPP, con lo que la necesidad de financiación de la economía nacional se mantendrá por encima del 9% del PIB en 2008 y 2009 (véase recuadro adjunto "Las necesidades de financiación de la economía española se mantendrán elevadas en 2008 y 2009").

Gráfico 2.23.

### España, empleo EPA (% variación interanual)



Fuente: INE y SEE BBVA  
Corregido del cambio metodológico de 2005

Tabla 2.5.

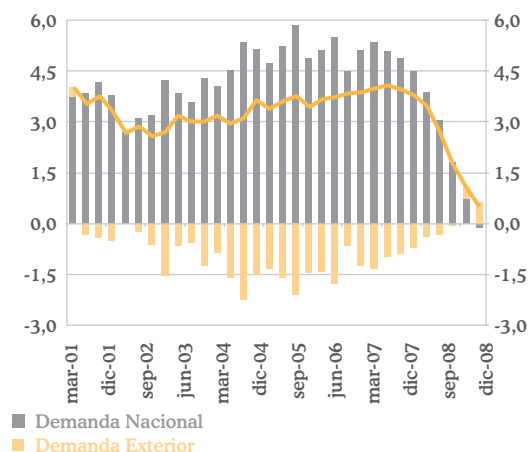
### España, revisión de la previsión abril - julio 08

Tasas a/a	2008	2009
Consumo hogares	-0,7	-0,7
FBCF	-1,0	-3,5
Equipo y Otros	-2,1	-5,2
Construcción	0,0	-1,8
Vivienda	0,1	-2,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,4</b>
Exportaciones	-0,2	-1,7
Importaciones	-0,8	-2,6
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>
<b>PIB pm</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,9</b>
Pro-memoria		
Empleo total (EPA)	-0,8	-1,3
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	1,2	2,8

(\*) contribuciones al crecimiento  
Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 3.1.

## España, crecimiento del PIB (% a/a) y contribuciones

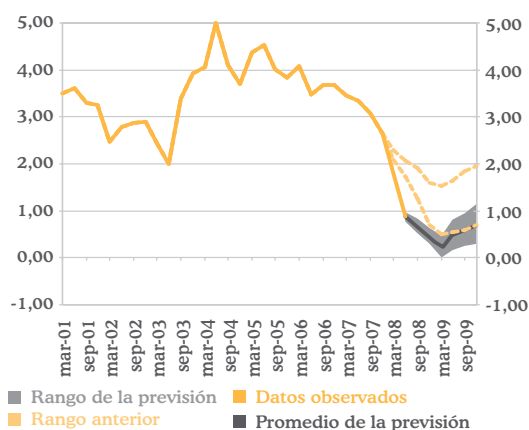


Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 3.2.

## España, consumo

(% crecimiento interanual)



Fuente: INE y SEE BBVA

## 3. El consumo, un ajuste "fundamental"

El consumo de los hogares se está frenando significativamente, como resultado del deterioro de sus fundamentos, a lo que se añade en alguna medida una sobre-reacción de los hogares ante el rápido deterioro económico. El aumento de la inflación, el freno en la creación de empleo, el menor aumento de precios de la vivienda y el descenso del componente financiero de la riqueza de los hogares contribuyen a frenar su gasto. Adicionalmente, el elevado nivel de endeudamiento que han alcanzado las familias en la fase expansiva previa puede dificultar el recurso a nuevo endeudamiento para suavizar la moderación del consumo en la fase contractiva.

## Revisión a la baja de los rangos de crecimiento, sobre todo en inversión en equipo y consumo. Las importaciones caerán en 2009 por la debilidad de la demanda interna

Como resultado de los cambios en el escenario descrito, se ha revisado a la baja el crecimiento económico en España para 2008 y 2009 en 0,4 y 0,9 puntos porcentuales, si se toma como referencia el promedio de los rangos esperados en cada momento. Es decir, se espera ahora un crecimiento del PIB del 1,5% en 2008 y 0,5% en 2009. Como se observa en la tabla adjunta, la economía española continuará desacelerándose intensamente a lo largo de todo 2008, con variaciones trimestrales del PIB en el entorno de cero, y que llevarán a una tasa interanual a final de año del 0,5% desde el 3,5% del mismo período de 2007. Las revisiones con contribuciones más relevantes a este descenso han sido las realizadas en inversión en equipo y otros productos y en el gasto en consumo de los hogares. En el primer caso, no es sino el resultado de la debilidad de la demanda interna, las menores perspectivas de dinamismo en los mer-

Tabla 3.1. España, cuadro macroeconómico

Tasas a/a	1tr07	2tr07	3tr07	4tr07	1tr08	2tr08	3tr08	4tr08	2006	2007	2008	2009
Consumo hogares	3,5	3,4	3,1	2,7	1,8	0,9	0,7	0,5	3,7	3,1	1,0	0,5
Consumo AA.PP.	6,1	5,0	5,1	4,4	4,7	5,0	5,8	6,2	4,8	5,2	5,4	5,2
FBCF	6,3	6,7	5,8	4,8	3,2	1,1	-2,6	-5,3	6,8	5,9	-0,9	-5,7
Equipo y Otros	8,8	10,0	9,0	7,7	5,9	2,9	-1,6	-4,4	8,2	8,9	0,7	-5,8
Construcción	4,9	4,6	3,8	2,9	1,3	-0,6	-3,6	-6,0	6,0	4,0	-2,2	-5,6
Vivienda	4,0	3,7	2,9	1,8	-0,2	-4,0	-9,8	-15,5	6,4	3,1	-7,4	-16,5
Resto	5,8	5,6	4,8	4,0	3,0	2,5	2,0	2,5	5,5	5,1	2,5	3,3
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,3</b>
Exportaciones de bienes y servicios	3,6	4,7	7,7	5,1	5,0	3,5	0,7	-0,2	5,1	5,3	2,2	0,3
Importaciones de bienes y servicios	6,0	6,7	8,4	5,4	5,0	2,7	-0,3	-1,7	8,3	6,6	1,4	-1,8
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>
<b>PIB pm</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>
<b>Tasa trimestral</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>				
<b>Pro-memoria</b>												
<b>PIB sin inversión en vivienda</b>	4,0	4,0	3,8	3,7	2,9	2,2	2,0	1,8	3,4	3,9	2,2	1,8
<b>PIB sin construcción</b>	3,9	3,8	3,7	3,6	2,9	2,2	2,0	1,7	3,2	3,8	2,2	1,6
<b>Empleo total (EPA)</b>	3,4	3,4	3,1	2,4	1,7	0,3	-0,4	-1,0	4,1	3,1	0,1	-1,4
<b>Del cual, en construcción</b>	9,4	7,6	4,9	2,7	-1,7	-7,9	-11,0	-13,2	7,9	6,1	-8,5	-15,4
<b>Resto de sectores</b>	2,6	2,8	2,8	2,3	2,2	1,5	1,3	0,9	3,5	2,6	1,5	0,6
<b>Empleo total (CNE)</b>	3,3	3,1	3,0	2,5	1,7	0,1	-0,5	-1,0	3,2	3,0	0,1	-1,3
<b>Tasa de Paro (% Pob. Activa)</b>	8,5	8,0	8,0	8,6	9,6	10,4	11,0	11,9	8,5	8,3	10,7	13,8

(\*) contribuciones al crecimiento

Fuente: INE y SEE BBVA

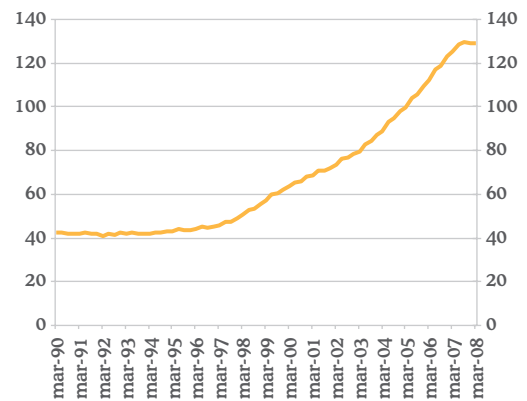
cados exteriores y las condiciones financieras menos holgadas. Por todo ello, la inversión en equipo previsiblemente caerá en 2008 y 2009, tras unos años de extraordinaria capitalización de la economía española. No han cambiado nuestras expectativas sobre la inversión en construcción: el sector se enfrenta al mayor ajuste de su historia reciente, y el previsible mantenimiento de la inversión en el resto de construcción (en especial por la obra pública), no compensará las caídas de la vivienda. Con todo, la formación bruta de capital fijo de la economía caerá. Por su parte, se modifica la demanda externa para incorporar tanto unas menores cifras de exportaciones, por las expectativas de menor crecimiento de los mercados exteriores, como de importaciones, por el fuerte freno de la demanda nacional. Como resultado, el sector exterior previsiblemente no detraerá al PIB, sino que contribuirá positivamente en 2008 y, con más probabilidad, en 2009, la primera vez que esto ocurriría desde 1997.

En lo que se refiere al consumo y tomando siempre como referencia los promedios del rango de previsión, se revisa a la baja en 0,7 pp tanto en 2008 como en 2009, desde nuestras previsiones del mes de abril. Ello supondría alcanzar las cifras de crecimiento promedio anual más bajas desde la recesión de 1991-1993. Las razones para esta revisión hay que buscarlas en el impacto que el nuevo entorno produce en este componente de la demanda. Obviamente, en una fase contractiva del ciclo, los factores determinantes de la evolución del consumo (renta, tipos de interés y riqueza) se resienten, como se analiza a continuación, y cabe esperar una moderación de los ritmos previos de crecimiento. Además, la intensidad de la desaceleración de la economía española, ha provocado que la contención de los fundamentales del consumo sea mayor de lo esperado hace unos meses, por lo que el consumo en la primera mitad de 2008 también se ha moderado de una forma más intensa de lo esperado.

El factor que hace relativamente distinto el ajuste del consumo en este ciclo, viene constituido por el elevado nivel de endeudamiento que los hogares han alcanzado en la fase expansiva reciente. Hasta 1997, el endeudamiento de los hogares se encontraba muy estable en niveles por debajo del 50% de su renta disponible. Desde ese momento, se inició un proceso de ampliación del mismo que, con los datos de los dos últimos trimestres parece haberse estabilizado, pero en un nivel por encima del 130% de su renta. Este proceso de endeudamiento, es una respuesta racional en un escenario de caída estructural de los tipos de interés. El recurso al endeudamiento, permite suavizar la evolución del consumo ante comportamientos negativos de sus fundamentales. Sin embargo, la confluencia de unas expectativas de menor dinamismo de los fundamentales del consumo junto con el elevado nivel de deuda, podría llevar a que los agentes puedan disponer de un menor cantidad de crédito, dificultando la posibilidad de suavizar su senda de consumo en la actual fase bajista del ciclo. (véase recuadro adjunto: La disponibilidad de crédito y el consumo de los hogares).

Gráfico 3.3.

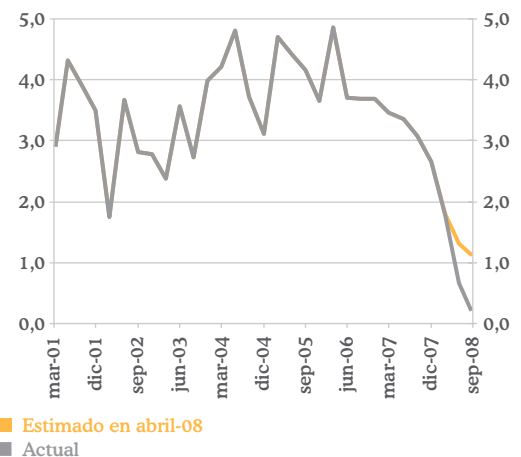
**España, deuda de los hogares (préstamos como % de la renta familiar disponible) (Acumulado anual)**



Fuente: SEE BBVA a partir de Banco de España e INE

Gráfico 3.4.

**España, indicador sintético de consumo ISC-BBVA (% variación interanual)**



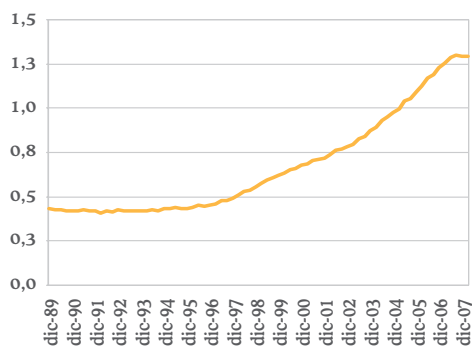
Fuente: SEE BBVA



## Recuadro 2: La disponibilidad de crédito y el consumo de los hogares

La disponibilidad de crédito permite a los hogares mantener un patrón de consumo relativamente estable a lo largo del tiempo, suavizando las variaciones en el consumo que pudieran inducir los cambios en sus factores determinantes, por ejemplo, las caídas en su renta disponible, como suele ocurrir en fases contractivas del ciclo económico como la actual. Sin embargo, un elevado nivel de endeudamiento de los hogares (véase el gráfico 1) hace que aumente la carga financiera de las familias en un entorno de condiciones financieras menos holgadas, en la que se encuentra la economía mundial como resultado de la crisis financiera en marcha. Dado que esta situación supone a priori un aumento de la probabilidad de impago, la revisión de criterios de riesgo puede suponer, al menos para determinadas operaciones, una limitación de la cantidad disponible de recursos crediticios.

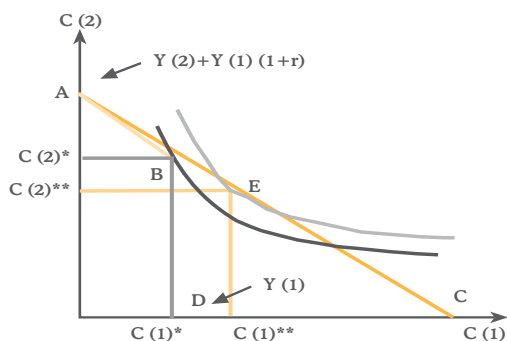
Gráfico 1.  
España, ratio préstamos/renta familiar disponible  
(Acumulado anual)



Fuente: SEE BBVA

Por lo tanto, un elevado nivel de endeudamiento limita la capacidad de las familias de mantener sus niveles de consumo al hacer frente a choques negativos en su renta o en el valor de sus activos, tanto financieros como inmobiliarios. Además, una disminución del valor de los activos reduce el valor del colateral o garantía y, por lo tanto, restringe todavía más el acceso a recursos financieros, dando lugar al llamado efecto acelerador crediticio. La existencia de límites al crédito derivados de niveles de endeudamiento elevados provoca pues desajustes en las decisiones de los agentes económicos, amplificando los efectos de choques negativos.

Gráfico 2.  
Restricciones de crédito en el modelo  
intertemporal de consumo



Para ilustrar este argumento de forma sencilla, se puede recurrir al modelo de elección intertemporal de consumo entre dos periodos. Según este modelo, las decisiones de consumo vienen determinadas por la renta permanente de los agentes. El consumidor tiene en el período inicial o momento 1, una renta,  $y_1$ , que puede dedicar a consumir,  $c_1$ , o bien a ahorrar,  $s_1 = y_1 - c_1$ , a un tipo de interés real  $r$ . Obviamente, si decide consumir por encima de su renta, el ahorro será negativo, y deberá tomar prestado, siempre que no tenga limitaciones de crédito. En el período siguiente (o momento 2), debe decidir cuánto consume,  $c_2$ , teniendo en cuenta su disponibilidad de renta,  $y_2$ , así como el ahorro (o des-ahorro) del período anterior,  $(1+r)s_1$ . Todo esto se puede resumir en la restricción presupuestaria intertemporal:

$$c_1 + \frac{c_2}{1+r} = y_1 + \frac{y_2}{1+r},$$

según la cual el valor presente del consumo vital (en los dos periodos) es igual al valor presente de la renta vital. La decisión de consumo-ahorro óptima es aquella que permite a los consumidores obtener la mayor utilidad (bienestar) posible, teniendo en cuenta las limitaciones de su restricción presupuestaria intertemporal. El gráfico 2 ilustra este punto. La decisión óptima es el punto de tangencia (punto E) entre la restricción presupuestaria (línea que une los puntos ABC) con las llamadas curvas de indiferencia, que muestran combinaciones de consumo que reportan la misma satisfacción. Ese óptimo supone un consumo de  $c(1)^{**}$  en el período 1 (eje de abscisas), y de  $c(2)^{**}$  en el período 2 (eje de ordenadas).

La existencia de limitaciones en la disponibilidad de crédito altera el óptimo alcanzado. Para mostrar esto, supongamos que en el periodo inicial, el consumidor no puede pedir prestado y, por lo tanto, su consumo no podrá exceder de su renta de ese periodo, es decir,  $c_1 \leq y_1$ . En este caso, la restricción presupuestaria pasa a ser la línea quebrada (ABD), donde D delimita la renta  $y_1$ . La elección óptima, en este caso la combinación B, implica un menor nivel de consumo en el periodo inicial,  $c(1)^* < c(1)^{**}$ , respecto a la situación anterior de ausencia de restricción de crédito. Lo contrario ocurre en el periodo siguiente, aunque en términos de utilidad, al agente este aumento no le compense la disminución ocasionada por la restricción de crédito del periodo inicial, que da lugar a una mayor correlación entre el consumo y la renta disponible corrientes. Por lo tanto, la existencia de limitaciones al acceso al crédito limitan las posibilidades de mantener un patrón de consumo estable, que suavice los cambios en el perfil temporal de la renta.

A pesar de la relevancia que pueden tener las limitaciones en la disponibilidad de crédito sobre el consumo de los hogares, la evidencia empírica es relativamente escasa<sup>1</sup>. Para tratar de cuantificar estos efectos sobre la economía española, se ha desarrollado un modelo empírico multiecuacional

<sup>1</sup> Una aportación reciente para España es el trabajo de Martínez Carrascal y Del Río (2004): "Household Borrowing and Consumption in Spain: A VECM Approach", publicado como Documento de Trabajo n° 0421 del Banco de España

<sup>2</sup> El punto de partida es el modelo desarrollado en el SEE BBVA por Broto, Cubero y Escrivá "Decisiones de gasto y crédito de los hogares españoles y tipos de interés", Situación España, noviembre 2005.

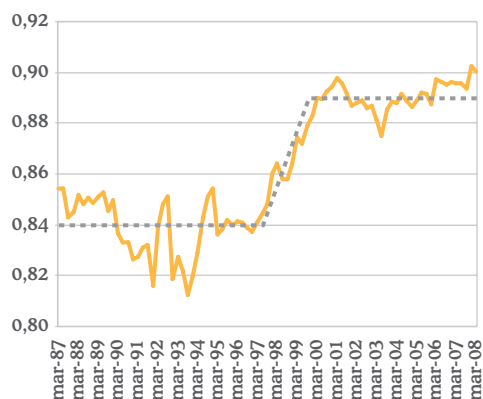


del gasto de los hogares<sup>2</sup>. El modelo posee una ecuación de consumo en forma de mecanismo de corrección de error, donde se impone una relación de largo plazo que liga consumo con renta familiar disponible. El gráfico 3 muestra el ratio entre estas dos variables, donde se observa un posible cambio estructural a partir de mediados de los años 90.

La ecuación de consumo asume que la dinámica a corto plazo de la variable viene determinada, además de por la evolución de la renta familiar disponible, por la evolución de los precios relativos de los bienes de consumo respecto al deflactor del PIB, por la riqueza inmobiliaria, por los tipos de interés reales ponderados por el ratio entre endeudamiento y renta disponible (es decir, proxy de la carga financiera) y, en último lugar, por la disponibilidad de crédito. Esta última variable pretende recoger de forma sucinta los posibles efectos directos de una limitación de la disponibilidad de cantidad de crédito sobre el consumo de los hogares. Dichos efectos también se transmiten de forma indirecta en el modelo a través de la riqueza inmobiliaria y de la evolución de la carga financiera.

Gráfico 3.

### España, ratio consumo - renta familiar bruta disponible real



Fuente: SEE BBVA

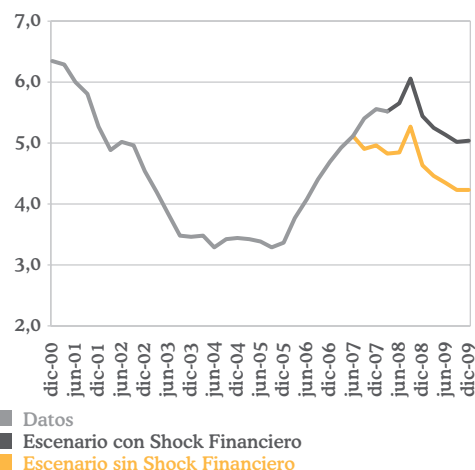
De acuerdo con esta especificación de la ecuación de consumo, una disminución en la disponibilidad de crédito repercutirá negativamente en la inversión en vivienda residencial por parte de las familias. Una disminución en dicha demanda pondrá presión a la baja en los precios de la vivienda y con ello en la riqueza inmobiliaria de las familias, con el consiguiente efecto negativo sobre el consumo. Del resto de ecuaciones del modelo, las que aproximan el comportamiento de la inversión en vivienda y los precios reales de la vivienda, incorporan explícitamente una variable de cantidad de crédito.

En la primera simulación, se recoge el impacto sobre el consumo provocado por el shock financiero asociado al aumento de tipos de interés. El impacto de la crisis financiera global se cuantifica en aproximadamente 80 puntos básicos a partir de agosto de 2007, lo que se muestra en el gráfico 4. Como se puede observar en el gráfico 5, este shock habría reducido el crecimiento real del crédito de forma significativa: un 1% en promedio en 2008 y 3,5% en promedio en

2009, respecto a un escenario libre del shock. El endurecimiento de las condiciones financieras también repercute negativamente en la inversión en vivienda residencial, que crecería un promedio de 1,2 pp menos en 2008 y 3,6 pp en 2009 de lo que sería previsible sin el choque.

Gráfico 4.

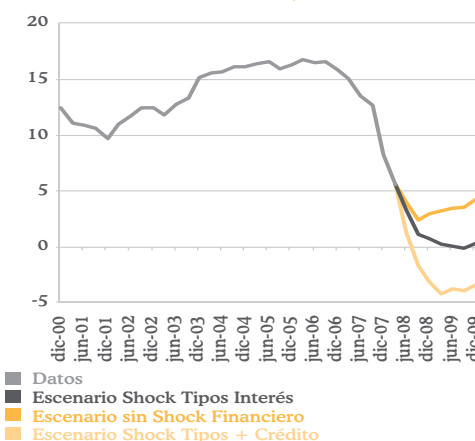
### España, tipo de interés hipotecario



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 5.

### España, crédito a los hogares (real) (Tasa de crecimiento interanual %)



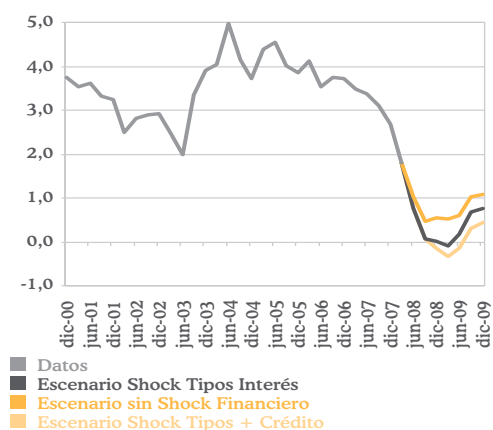
Fuente: SEE BBVA

La desaceleración que conlleva este choque financiero impacta en el consumo. Así, el consumo crecería aproximadamente 0,4 pp menos en promedio en 2008 y 2009 de lo que lo hubiera hecho en ausencia del shock. La Tabla 1 recoge de forma resumida toda esta información. Si, además de este choque de tipos de interés, se produce adicionalmente una limitación en la cantidad de crédito disponible por los hogares, la moderación del consumo sería superior. Si se considera que la tasa de crecimiento interanual del crédito, en términos reales, en los dos próximos años es, por ejemplo, un 3% menor respecto al escenario anterior, como con-

secuencia de la limitación que puede suponer el elevado endeudamiento, la simulación muestra que el impacto negativo sobre el consumo se intensifica, tal y como se observa en el gráfico 6.

En definitiva, estos ejercicios de simulación muestran el impacto del encarecimiento de la liquidez en las decisiones de gasto de los hogares y su vulnerabilidad ante un posible escenario de limitación en la disponibilidad de crédito dados los elevados niveles de endeudamiento alcanzados durante la fase expansiva de la economía española durante los últimos años.

**Gráfico 6.**  
**España, consumo privado**  
(Tasa de crecimiento interanual %)



Fuente: SEE BBVA

**Tabla 1.**  
**Impactos Shock Financiero**

Shock Diferencial Tipos	2008	2009
<b>Shock Tipos + Crédito</b>		
Tipos Interés Hipotecario	0.8	0.8
Crédito Hogares	-1.0	-3.5
Consumo Privado	-0.3	-0.4
Inversión Vivienda	-1.2	-3.6
<b>Shock Tipos</b>		
Tipos Interés Hipotecario	0.8	0.8
Crédito Hogares	-3.2	-7.5
Consumo Privado	-0.3	-0.7
Inversión Vivienda	-1.3	-5.3

Nota: Todas las variables están expresadas términos reales, excepto los tipos de interés. Las cifras indican desviaciones de la tasa de crecimiento interanual promedio respecto al escenario de ausencia de shock financiero.  
Fuente: SEE BBVA

## La renta de los hogares crecerá menos dado el deterioro del empleo. La persistencia de la inflación, complica el panorama a corto plazo

El componente de mayor peso a la hora de explicar el crecimiento del consumo es la renta disponible real de los hogares. El rápido e intenso aumento de los precios del petróleo ha llevado a que el consumo se haya encarecido relativamente frente al conjunto del gasto, tal y como se observa en el gráfico adjunto que compara en un ratio el deflactor del consumo con el del PIB. Como se observa, desde finales de 2007 cambia de forma brusca la tendencia de abaratamiento relativo del consumo. Con ello, y dado que los agentes tienden a mantener a largo plazo un ratio de consumo nominal sobre renta relativamente estable, el aumento de los precios del consumo lleva aparejado un freno del mismo en términos reales, tal y como se ha observado con claridad entre el cuarto trimestre de 2007 y el segundo de 2008. A este efecto derivado de los precios hay que sumar la mayor detracción de renta que sufren los hogares por el componente financiero de sus gastos, dado el paulatino proceso de subidas de tipos de interés sobre una deuda creciente, como se refleja en el gráfico 3.6.

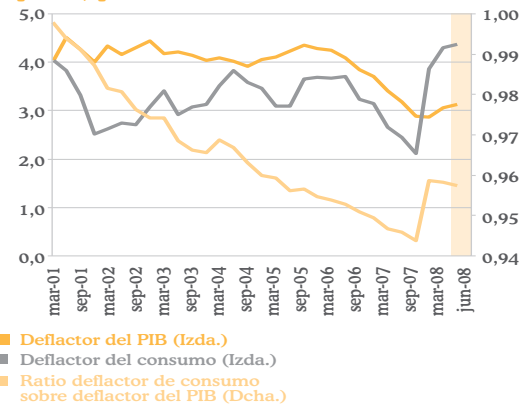
El súbito encarecimiento del consumo y los mayores pagos por intereses, se añaden a una desaceleración tendencial de los ingresos de los hogares, que se viene produciendo desde mediados de 2005 como consecuencia de la moderación de su principal determinante, junto con los salarios, como es el empleo. Como se ha señalado en el punto anterior, los datos del mercado laboral reflejan una cada vez más intensa moderación de la creación de empleo. De hecho, según las estimaciones del SEE BBVA, en términos desestacionalizados, ya en el segundo trimestre de 2008 la economía española redujo su nivel de ocupación, algo que no ocurría desde 1994. La ralentización del mercado de trabajo, pese a su intensidad, es coherente con el mayor freno que está experimentado la economía en esta primera mitad de 2008. Esta tendencia se mantendrá en los próximos trimestres, pero el proceso de deterioro del mercado laboral quedará lejos de los niveles alcanzados en anteriores etapas de desaceleración, dadas las mejoras introducidas en el mercado laboral. Como se señaló en la sección anterior, los datos más recientes continúan mostrando un extraordinario dinamismo de la población activa, impulsado por el aumento de la tasa de actividad femenina y los elevados flujos de entrada al mercado laboral de los inmigrantes, lo que puede contribuir a que la reasignación entre sectores sea más eficiente que en períodos contractivos previos.

Así todo, la magnitud de la desaceleración a la que se enfrenta la economía española llevará a un bienio de caída en el empleo, por más que vaya a ser acotada. Así, en el conjunto de 2008, el empleo mostrará prácticamente un estancamiento, mientras que en 2009 se registrará una destrucción de empleo neta del 1,4% en el promedio de los rangos establecidos, lo que supone algo más de 250 mil empleos menos. Esta caída de la ocupación viene causada de una forma muy significativa por el sector de la construcción, que en 2009 destruirá algo más de 350 mil empleos, mientras que el resto de la economía aún mantendrá un cierto dinamismo, y su empleo crecerá, aunque en una cifra relativamente modesta. La combinación de una dinámica población activa y de un freno en la creación de empleo, llevará a un aumento muy significativo de la tasa de paro, que alcanzará cifras en el entorno del 14% en 2009.

Este deterioro del mercado laboral supondrá un freno al aumento de la renta disponible que, en su componente de renta del trabajo, se ha visto apoyada en el corto plazo por el aumento de los salarios. Ya durante 2007 se observaron crecimientos en los costes del factor trabajo y, así, los costes laborales unitarios han aumentado su ritmo de crecimiento en un año cerca de un punto, hasta situarse con datos del primer trimestre de 2008 en el entorno del 3%. El deterioro de la creación de empleo está resultando simultáneo con una intensificación de los repuntes de costes laborales (dada la habitual indiciación de los procesos de fijación salarial

Gráfico 3.5.

### España, precios relativos

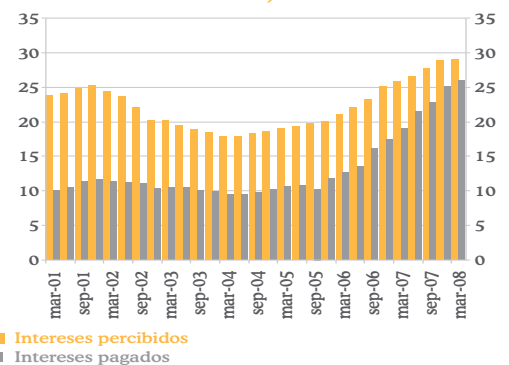


Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Gráfico 3.6.

### España, intereses pagados y percibidos por los hogares

(Miles de millones de euros)

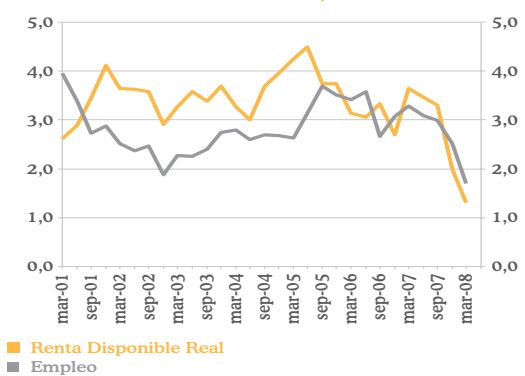


Fuente: Banco de España

Gráfico 3.7.

### España, empleo y renta disponible

(Tasa de crecimiento interanual)

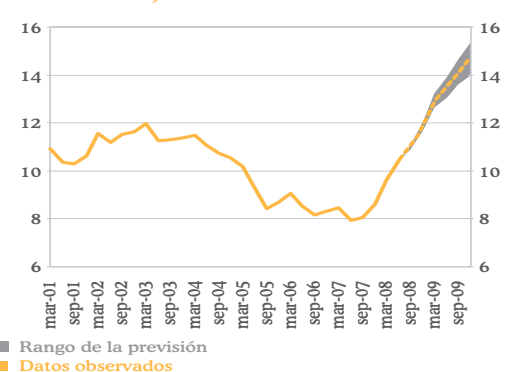


Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 3.8.

### España, tasa de paro

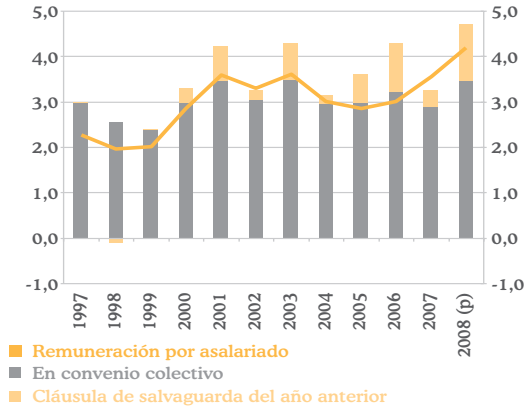
(% sobre activos)



Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 3.9.

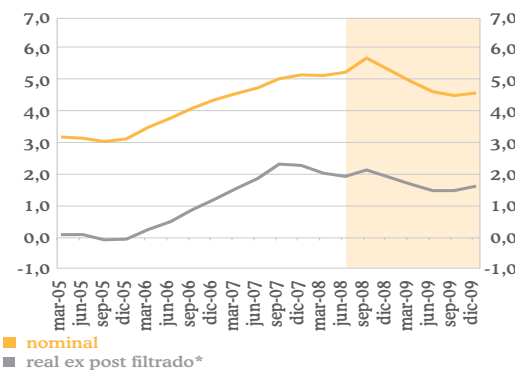
**España, crecimiento salarial**  
(% variación anual y contribuciones)



Fuente: INE y Ministerio de Trabajo

Gráfico 3.10.

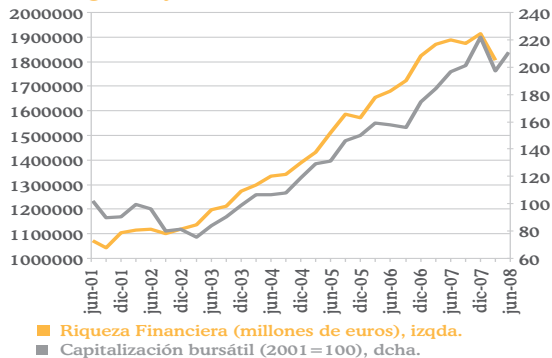
**España, tipo de interés hipotecario**



Fuente: SEE BBVA. (\*) suavizado mediante filtro de Coogley

Gráfico 3.11.

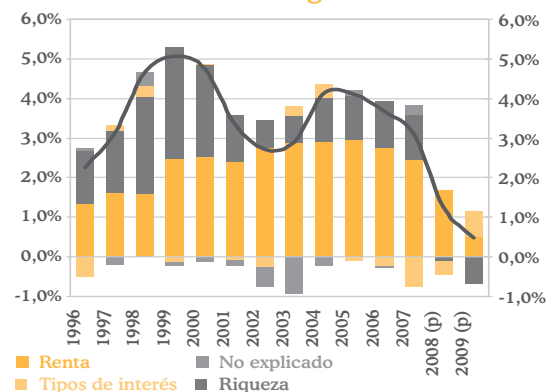
**España, riqueza financiera en manos de los hogares y bolsa**



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.12.

**España, contribuciones al crecimiento del consumo de los hogares**



Fuente: SEE BBVA

en la economía española, en un entorno de tensiones inflacionistas), lo cual introduce un elemento de riesgo sobre la creación de empleo en plena fase bajista del ciclo. Con todo, la renta real de los hogares experimentará una significativa moderación en 2008 y 2009 hasta crecimientos en el entorno del 1%, desde el 3,2% que registró en 2007.

**La riqueza y los tipos de interés, afectados por la crisis financiera y el cambio de expectativas de política monetaria, apoyarán menos de lo esperado la expansión del consumo**

La subida de tipos oficiales de interés en la zona euro ha venido a culminar el paulatino cambio de expectativas de política monetaria resultado de la persistencia de la inflación en la UEM. Incluso antes de que los mercados descontasen esta subida de tipos oficiales, hubo un fuerte tensionamiento de las expectativas de política monetaria, con lo que los tipos en la euro zona han alcanzado los niveles más altos de su (breve) historia. Los tipos de interés se mantendrán al alza por lo menos hasta el tercer trimestre del año en lo que se refiere a los hipotecarios, iniciando una senda de caídas que, en todo caso, los mantendrán entre el 4,5% y el 5% a finales de 2009. A ello contribuiría la moderación de las tensiones financieras y la distensión de la política monetaria que esperamos para comienzos de 2009, una vez que los riesgos sobre el crecimiento en Europa se hagan más claros y se anclen adecuadamente las expectativas de inflación.

En lo que se refiere a la riqueza en manos de los hogares, seguirá desacelerándose en línea con la moderación esperada de los precios de la vivienda (que impacta en el 80% del balance patrimonial de los hogares, su componente inmobiliario) y con unas perspectivas para la riqueza financiera que, dada la evolución de la bolsa, no son positivas.

Un factor adicional que determina la evolución del consumo es el que hace referencia a las expectativas. La confluencia de impactos y el brusco deterioro que ha experimentado la economía española desde finales de 2007, en especial por lo que hace referencia a indicadores de desempleo, puede estar provocando cierta sobre-reacción en los agentes, en especial en los consumidores, vía expectativas. Efectivamente, los indicadores de sentimiento muestran una brusca caída de la confianza, tanto de las empresas como de los consumidores, pero más intensa para estos últimos, en niveles próximos a los alcanzados en plena recesión de 1991 a 1993. Ello podría estar provocando que el ajuste hacia tasas de crecimiento más sostenibles estuviera siendo más rápida y que hubiera una sobre-reacción en el corto plazo. Esto explicaría el deterioro que los indicadores de coyuntura de consumo han venido mostrando a lo largo de esta primera mitad de año, en especial los que hacen referencia a grandes compras, como es el caso de los automóviles.

Como resultado de la evolución de los fundamentales, se dibuja un escenario de intensa desaceleración del gasto en consumo de los hogares en 2008 y 2009. En 2008, el consumo crecerá en un rango entre el 1,1 y el 0,8% (desde el 3,1% de 2007), mientras que en 2009 el crecimiento del consumo se situará entre el 0,8 y el 0,2%. Como se observa en el gráfico adjunto, en 2008 cabe esperar una menor contribución del ingreso disponible al crecimiento del consumo (la menor desde 1998), y una contribución negativa tanto de la riqueza como de los tipos de interés. En 2009, sólo cambiaría de signo la contribución de los tipos de interés y se intensificaría tanto la menor contribución positiva de la renta como la negativa de la riqueza.

El límite inferior de los rangos de previsión del crecimiento del consumo está ligado a dos tipos de incertidumbres. La primera, la relacionada con una evolución diferente de la esperada para los fundamentales, en especial del empleo. La segunda, la posibilidad de que se pueda producir algún tipo de limitación en la cantidad de crédito disponible dado el elevado nivel de endeudamiento alcanzado por las familias, tal y como se desarrolla en el recuadro adjunto.

## 4. Una perspectiva sectorial del crecimiento

Una cuestión relevante en este proceso de ajuste que se intensifica es la duración de la desaceleración y, especialmente, la capacidad de crecimiento de la economía española en el futuro. Dado el ajuste inmobiliario en el que la economía española se encuentra inmersa, serán aquellas ramas de actividad menos relacionadas con el sector de la construcción y cuya evolución esté determinada en mayor medida por factores de carácter más estructural (intensidad tecnológica, aspectos sociodemográficos y, fundamentalmente, apertura exterior), las que exhibirán un comportamiento relativamente más favorable. La intensidad del ajuste en términos de duración y caída prevista de la actividad que afronta el sector de la vivienda, y el peso y los crecimientos de los sectores no relacionados con la construcción, auguran que tardarán varios años en recuperarse crecimientos cercanos al 2,5%.

Desde la recesión de 1993, la economía española ha venido creciendo ininterrumpidamente a una tasa promedio anual del 3,6%, con mínimos del 2,4% (en 1994 y en 1996) y un máximo del 5,1% (en 2000). Este periodo de crecimiento, excepcionalmente intenso y duradero, está llegando a su fin de un modo más bien abrupto dadas las perspectivas para los próximos años, muy inferiores a los crecimientos registrados en el pasado, y en particular al último trienio 2004-07.

Dado el dinamismo de la construcción y de las actividades inmobiliarias en los últimos años (y su contribución al crecimiento), y dado que es en estas actividades donde se acumula un deterioro más acusado de las perspectivas, parece apropiado plantear en qué sectores alternativos puede basar en el futuro la economía española su crecimiento. Se presenta a continuación un análisis cíclico para distinguir aquellos sectores más cercanos y más alejados en términos de correlación estadística de la construcción. Los resultados de este enfoque han de tomarse con las debidas cautelas, siendo contrastados en el futuro con aproximaciones alternativas, basadas en enfoques de función de producción a partir de las respectivas dotaciones de recursos productivos.

### Construcción y Actividades Inmobiliarias, importancia creciente en la economía española durante la etapa expansiva del ciclo

La construcción y las actividades inmobiliarias (a partir de ahora, sector inmobiliario) han tenido una contribución relevante al crecimiento económico español en la última década. Así, de los 101,9 miles de millones de euros (mM€) que creció el Valor Añadido Bruto real a precios de 2000 (VAB) de la economía española entre 1996 y 2001, casi 19 mM€, el 18%, fue aportado directamente por la suma de ambas actividades (véase Tabla adjunta 4.2). Para el último quinquenio del que se dispone de información completa, 2001-2006, la contribución del sector inmobiliario se eleva hasta los 24,6 mM€, frente a un crecimiento del VAB total generado en el periodo de 99,1 mM<sup>1</sup>, con lo que representa el 25% del total. Del mismo modo, de los 2,6 millones de empleos<sup>2</sup> creados entre 1996 y 2001, 600 mil fueron aportados por el sector inmobiliario (un 24%), cifra que en el siguiente quinquenio asciende hasta los 700 mil, un 29% de los 2,4 millones de nuevos empleos. Por diferencia, se calcula que el 81,5% del incremento del VAB real de la economía entre los años 1996

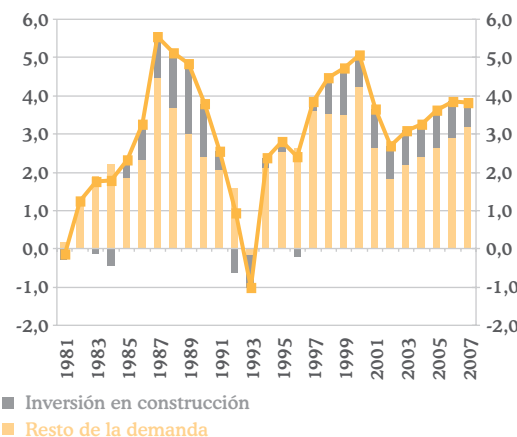
<sup>1</sup> Entre 1996 y 2001, la tasa media de variación interanual del VAB del conjunto de la economía alcanzó el 3,9%, con un crecimiento de la construcción del 6,5% y del 2,2% en el sector inmobiliario. Entre 2001 y 2006, el crecimiento del VAB total fue del 3,2%, mientras que la construcción y el sector inmobiliario crecieron un 5,3 y 3,7% respectivamente.

<sup>2</sup> Equivalentes a jornada completa.

<sup>3</sup> En términos de empleo, las cifras ascienden al 75,7% (2,0 millones de empleos) y al 70,9% (1,7 millones) en los periodos 1996-2001 y 2001-2006, respectivamente.

Gráfico 4.1.

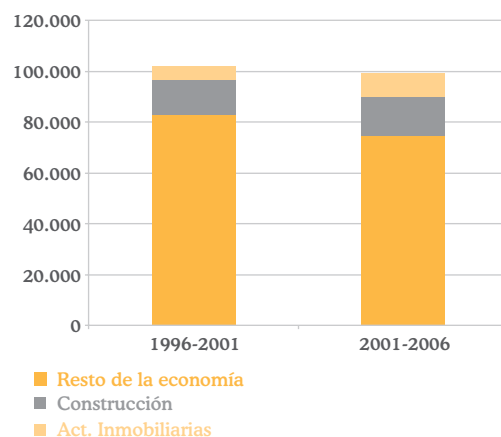
### España, crecimiento y contribuciones



Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 4.2.

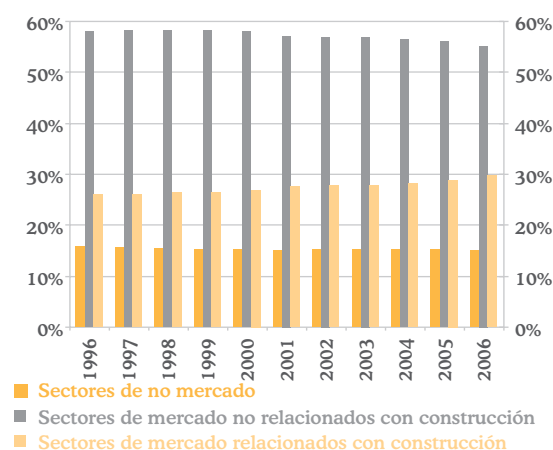
### España, incremento del VAB (Millones de euros de 2000)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.3.

### España, peso económico de los sectores (% VAB)



Fuente: SEE BBVA



Tabla 4.1.

**España, posición de cada sector frente al ciclo de la construcción**

Sectores acíclicos		Sectores contra cíclicos	
CNAE-93	Descripción	CNAE-93	Descripción
		01	Agricultura, ganadería, caza y actividades de los servicios relacionados con las mismas
02	Selvicultura, explotación forestal y actividades de los servicios relacionados con las mismas	B	Pesca
11	Extracción de crudos de petróleo y gas natural; actividades de los servicios relacionados con las explotaciones petrolíferas y de gas, excepto actividades de prospección	17	Industria textil
13	Extracción de minerales metálicos		
15	Industria de productos alimenticios y bebidas		
16	Industria del tabaco		
18	Industria de la confección y de la peletería		
19	Preparación curtido y acabado del cuero; fabricación de artículos de marroquinería y viaje; artículos de guarnicionería talabartería y zapatería	23	Coquerías, refino de petróleo y tratamiento de combustibles nucleares
21	Industria del papel		
22	Edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados	31	Fabricación de maquinaria y material eléctrico
24	Industria química		
30	Fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos		
321	Fabricación de válvulas, tubos y otros componentes electrónicos		
323	Fabricación de aparatos de recepción, grabación y reproducción de sonido e imagen		
331	Fabricación de equipo e instrumentos médico quirúrgicos y de aparatos ortopédicos		
332	Fabricación de instrumentos y aparatos de medida, verificación, control, navegación y otros fines, excepto equipos de control para procesos industriales		
333	Fabricación de equipo de control de procesos industriales		
334	Fabricación de instrumentos de óptica y de equipo fotográfico		
335	Fabricación de relojes		
34	Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques		
351	Construcción y reparación naval	353	Construcción aeronáutica y espacial
37	Reciclaje		
40	Producción y distribución de energía eléctrica, gas, vapor y agua caliente		
41	Captación, depuración y distribución de agua		
50	Venta, mantenimiento y reparación de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores; venta al por menor de combustible para vehículos de motor		
51	Comercio al por mayor e intermediarios del comercio, excepto de vehículos de motor y motocicletas		
52	Comercio al por menor, excepto el comercio de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores; reparación de efectos personales y enseres domésticos		
H	Hostelería		
60	Transporte terrestre; transporte por tuberías	62	Transporte aéreo y espacial
64	Correos y telecomunicaciones		
66	Seguros y planes de pensiones, excepto seguridad social obligatoria	67	Actividades auxiliares a la intermediación financiera
71	Alquiler de maquinaria y equipo sin operario, de efectos personales y enseres domésticos	72	Actividades informáticas
73	Investigación y desarrollo		
741	Actividades jurídicas, de contabilidad, teneeduría de libros, auditoría, asesoría fiscal, estudios de mercado y realización de encuestas de opinión pública; consulta y asesoramiento sobre dirección y gestión empresarial, gestión de sociedades		
742	Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería y otras actividades relacionadas con el asesoramiento técnico		
743	Ensayos y análisis técnicos		
744	Publicidad		
N	Actividades sanitarias y veterinarias, servicio social	91	Actividades asociativas
		92	Actividades recreativas, culturales y deportivas
		93	Actividades diversas de servicios personales
P	Hogares que emplean personal doméstico		

Fuente: SEE BBVA

y 2001 (83,1 mM€) y un 75,1% entre 2001 y 2006 (74,5 mM€) fue aportado por las ramas de actividad no inmobiliarias<sup>3</sup>.

Si se enfoca ahora el análisis en la economía no inmobiliaria, se observa que en el último quinquenio un 75% de su crecimiento (55,0 mM€) es aportado sólo por cinco ramas de actividad: Intermediación Financiera (con el 22,4%), Comercio y Reparación (12,5%); Transporte y Comunicaciones (9,8%); Servicios Empresariales (8,3%); Administración Pública y Servicios de No Mercado (un 22,2%). En la enumeración anterior no se encuentran incluidas actividades del sector industrial y energético o de servicios que a pesar de registrar crecimientos muy elevados, tienen un peso menor en el VAB real. Este es el caso de Energía Eléctrica, Gas y Agua (con un crecimiento medio del 4,6%), la producción de Otros Productos Minerales no Metálicos (3,2%), la Extracción de Otros Minerales (3,4%) o Sanidad de mercado (5%).

Resulta razonable pensar que una parte significativa del crecimiento de las ramas de actividad no estrictamente inmobiliaria ha sido inducido por el arrastre que la construcción ha tenido sobre los restantes sectores de la economía. Así, según la última Tabla Input-Output simétrica disponible (año 2000), un 63,3% del impacto que un aumento en la demanda final del sector de la construcción tiene sobre el VAB de la economía corresponde al incremento inducido en las restantes ramas de actividad.

Por lo tanto, dado el ajuste inmobiliario en el que la economía española se encuentra inmersa, y dada la ralentización del crecimiento de la demanda interna, tan solo las ramas de actividad menos relacionadas con la construcción y cuya evolución esté determinada en mayor medida por factores de carácter estructural, exhibirán un comportamiento relativamente favorable.

**Ramas acíclicas, pro cíclicas y contra cíclicas con la construcción**

Para clasificar la posición de cada una de las 70 ramas de actividad analizadas frente al ciclo del sector de la construcción, se utiliza el coeficiente beta, tradicionalmente utilizado en el análisis financiero para medir, por ejemplo, la correlación entre la rentabilidad de un activo y la del mercado. Así, el beta de una cartera x cuantifica la correlación entre la rentabilidad esperada de dicha cartera (Rx) y la del mercado en su conjunto (Rm),

$$\beta_x = \text{Cov}(R_x, R_m) / \text{Var}(R_m).$$

Un valor de  $\beta_x$  positivo indica que la rentabilidad de la cartera crece cuando lo hace el mercado; un  $\beta_x$  negativo sugiere que la rentabilidad de la cartera decrece cuando el mercado crece, mientras que cuando  $\beta_x$  es (estadísticamente) igual a cero, la rentabilidad de la cartera es independiente de la obtenida por el mercado.

Trasladando el análisis beta al estudio de la posición de cada sector frente al ciclo de la construcción, el interés reside en conocer qué ramas de actividad son acíclicas (o contra cíclicas), es decir, cuáles tienen un beta menor o igual estadísticamente a cero. Para ello, se utiliza la base de datos EU KLEMS desde 1980 hasta la actualidad<sup>4</sup>.

Los resultados obtenidos sugieren que el número de ramas de actividad acíclicas o contra cíclicas con respecto al sector de la construcción es significativo (47 de las 70 actividades analizadas cumplen esta condición y se repasan en la Tabla 1), de modo que su peso en el VAB supera el 50% del total (55% en 2006), repartiéndose el resto entre las

<sup>4</sup> La base de datos EU KLEMS es el resultado de un proyecto europeo en el que participan quince centros de investigación y que tiene como objetivo principal cuantificar, de forma armonizada para todos los estados miembros de la UE, el crecimiento, la productividad, la creación de empleo, la formación de capital y el progreso tecnológico de cada rama de actividad de la economía. Para una descripción detallada, consúltese: <http://www.euklems.net>.

ramas que se consideran más cercanas a la construcción (30% del VAB en 2006) y el VAB correspondiente a las actividades de no mercado: Administración Pública, sanidad, servicios sociales y educación públicas. Con todo, el peso en el VAB de la economía de mercado para las ramas no relacionadas con la construcción ha disminuido monótonamente en la última década, desde el 58% de 1996 hasta el 55% del final del periodo disponible. Las actividades de no mercado mantienen su peso en torno al 15% del VAB generado, por lo que la construcción y las actividades vinculadas a ella aumentan su peso en el VAB español desde el 26% en 1996 al 30% en 2006. Finalmente, (véase Tabla adjunta 4.3), resulta que los sectores menos relacionados con el ciclo constructor registran crecimientos, en promedio, en los últimos cinco años del 2,4%, por debajo del 3,1% que ha registrado el conjunto del VAB y el grupo de ramas más relacionadas con la construcción, que alcanzaron el 4,5% de crecimiento promedio anual.

**Las actividades no relacionadas con la construcción se caracterizan por una elevada dotación de capital, por atender demandas ligadas a nuevos patrones de consumo, ocio o renta per cápita más elevada y, fundamentalmente, por una apertura exterior intensa**

Además de tratarse de actividades sobre las que el sector de la construcción tiene un escaso efecto de arrastre- lo que las aísla, al menos en el corto plazo, de las consecuencias de un ajuste inmobiliario-, las ramas de actividad recogidas en la Tabla 1 tienen algunas características comunes.

En **primer lugar**, algunas ramas se caracterizan por la utilización intensiva de **tecnología**, en actividades, además, con demanda relativamente inelástica al ciclo. Este es el caso de la fabricación de maquinaria y material eléctrico, la construcción aeronáutica y espacial, las actividades informáticas, la I+D y las ramas del sector de otras actividades empresariales asociadas al asesoramiento y consultoría.

En **segundo lugar**, se detecta un grupo de ramas de actividad no procíclicas con la construcción debido a que su evolución en las últimas décadas ha estado relacionada con factores sociodemográficos, o con cambios de carácter estructural en los **patrones de ocio, consumo y ahorro** de la población. Así, la posición cíclica de las actividades sanitarias, veterinarias y de servicio social ha venido determinada por el crecimiento monótono de la esperanza de vida de la población española, lo que unido a tasas de fertilidad reducidas, ha acelerado el proceso de envejecimiento, incrementando las necesidades derivadas del mismo<sup>5</sup>. Además, la no prociclicidad de las actividades asociativas, recreativas, culturales, deportivas y de servicios personales, del comercio o del turismo (hostelería) está asociada al crecimiento sostenido de la renta per cápita de la población, que ha incrementado la proporción de recursos destinados al ocio y favorecido cambios en el comportamiento de los hogares en cuanto a sus decisiones de consumo y ahorro<sup>6</sup> (Gráfico 4.4).

En **tercer lugar**, la ausencia de relación con el ciclo de la construcción del sector primario, de la rama de preparación del cuero y de la fabricación de máquinas de oficina, de equipo e instrumentos de precisión, óptica y relojería y, en parte, del sector textil, se debe a que todas estas actividades registran caídas continuadas de su VAB. Este cambio en la estructura productiva de la economía española se debe a la imposibilidad de competir en un entorno global, con un creciente grado de apertura al exterior.

<sup>5</sup> Al respecto, la puesta en marcha de la Ley de Dependencia favorecerá el mayor crecimiento del sector en el futuro, tanto público como privado.

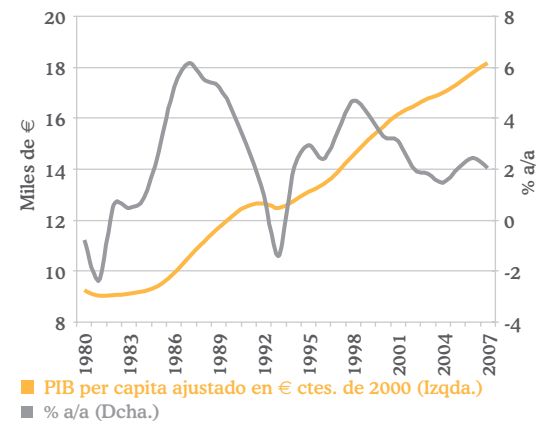
<sup>6</sup> Del mismo modo, el dinamismo de la renta per cápita puede ser uno de los determinantes de la no relación con el ciclo de la construcción de la rama de transporte aéreo, de las actividades auxiliares a la intermediación financiera, de la industria de la alimentación, del papel, de la venta y reparación de vehículos de motor y del sector de correos y telecomunicaciones.

#### 4. Una perspectiva sectorial del crecimiento

Gráfico 4.4.

#### España, renta per capita

(Euros del año 2000 ajustados por los términos de intercambio)

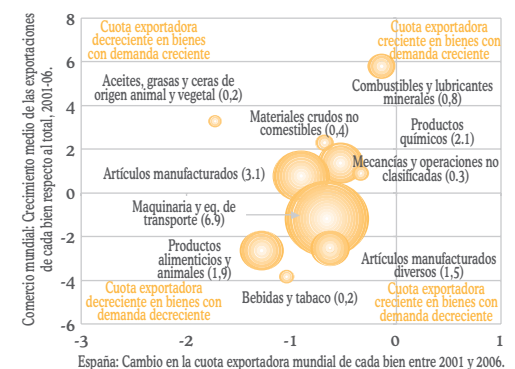


Fuente: SEE BBVA a partir de AMECO

Gráfico 4.5.

#### España. Disparidad de las exportaciones de bienes. 2001-2006

(Tamaño de la burbuja: peso en el PIB de España en 2006)

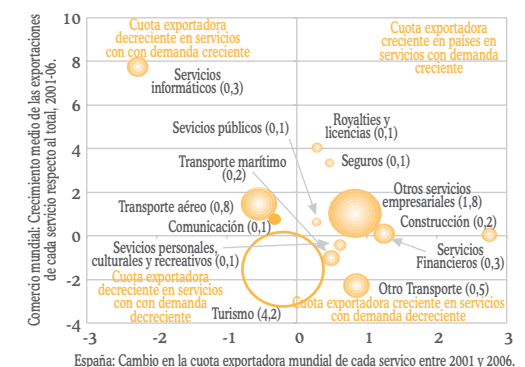


Fuente: SEE BBVA a partir de Comtrade y MICT

Gráfico 4.6.

#### España. Disparidad sectorial de las exportaciones de servicios. 2001-2006

(Tamaño de la burbuja: peso en el PIB de España en 2006)

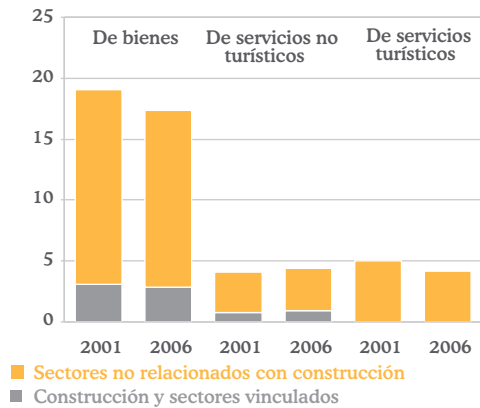


España: Cambio en la cuota exportadora mundial de cada servicio entre 2001 y 2006.

Fuente: SEE BBVA a partir de Comtrade y MICT

Gráfico 4.7.

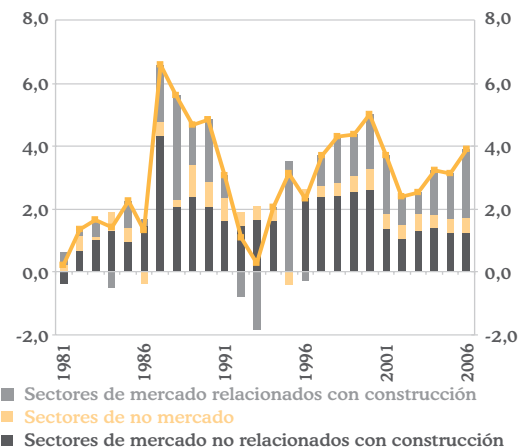
**España, exportaciones y ciclo de la construcción**  
(Peso de las exportaciones de bienes y servicios en el PIB, %)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.8.

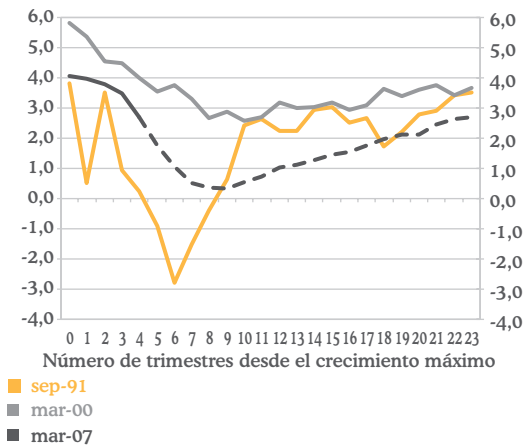
**España, VAB real**  
(Contribuciones al crecimiento)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.9.

**España, comparaciones cíclicas**  
(Crecimiento del PIB % anual)



Fuente: SEE BBVA

De hecho, la capacidad de las empresas españolas para reducir su exposición al ciclo doméstico, y en particular al inmobiliario, incrementando su **apertura exterior** es el cuarto y más importante factor que caracteriza la posición cíclica de las ramas de actividad, debido a su carácter transversal al resto de factores señalados. Así, los Gráficos 4.5 y 4.6 muestran la evolución de las exportaciones de productos (bienes y servicios) españoles con relación a la evolución de la demanda mundial de dichos productos. El eje de abscisas recoge el cambio de la cuota exportadora de cada bien o servicio español entre los años 2001 y 2006, mientras que el eje de ordenadas indica el crecimiento del comercio mundial de cada uno de los bienes y servicios considerados. La intersección de ambos ejes da como resultado cuatro cuadrantes. El superior-derecho recoge los productos que ganan cuota exportadora y cuya demanda mundial ha crecido por encima de la media. El superior-izquierdo, los productos que pierden cuota exportadora pero con una demanda mundial creciente. El inferior-derecho, los productos que ganan cuota exportadora pero con una demanda mundial decreciente y en el inferior-izquierdo, aquéllos cuya cuota disminuye al tiempo que su demanda se reduce. El tamaño de la burbuja indica el peso de las exportaciones de cada producto en el PIB de 2006.

Los resultados obtenidos indican que el peso de las exportaciones realizadas por las ramas de actividad no relacionadas directamente con la construcción en el PIB es significativamente mayor al de las efectuadas por el sector de la construcción y las actividades con él vinculadas<sup>7</sup>, y por lo tanto, mayor que su peso relativo en el VAB. Aproximadamente el 84% de las exportaciones han sido realizadas por las ramas de actividad ajenas al sector constructor, lo que representa un 14,5% del PIB en 2006, frente al 2,9% que representan las ventas al exterior de la construcción y de las actividades relacionadas. Este es el caso del sector energético (energía eléctrica, gas y agua y coquerías, refino de petróleo y combustibles nucleares), la industria de la alimentación y bebidas, la industria química, la fabricación de vehículos de motor, la industria textil, la fabricación de maquinaria y material eléctrico y construcción aeronáutica y espacial. Con todo, también se ha producido una pérdida de cuota exportadora en todos los grupos de bienes.

Las exportaciones españolas de servicios no turísticos han tenido un comportamiento significativamente más favorable que las de bienes en el último quinquenio. Así, excepto en el caso de los servicios informáticos, transporte aéreo y comunicaciones, todas las actividades de servicios ganan cuota exportadora en el comercio mundial. Además, cuando emparejamos los datos de exportaciones de servicios no turísticos con las ramas de actividad del sector servicios en función de su relación con el ciclo inmobiliario, se observa que un 81% de las exportaciones de servicios ha sido realizado por las actividades no relacionadas con el sector de la construcción. De este modo, el peso en el PIB de las exportaciones de las ramas de actividad no vinculadas al sector inmobiliario crece, pasando del 3,3% en 2001 al 3,5% en 2006.

**Las perspectivas de crecimiento a medio plazo están ligadas a la intensidad del ajuste inmobiliario. Los sectores no relacionados con la construcción crecerán de manera estable, como ha ocurrido en el pasado**

Desde una perspectiva agregada, se configuran así tres grandes grupos de actividades dentro de la economía española: la economía de mercado ligada a la construcción, la no ligada y las actividades de no mercado, con pesos y crecimientos promedio como los detallados en la Tabla Adjunta 4.3 que llevan a contribuciones como las que se incluyen en el gráfico 4.8.

<sup>7</sup> Téngase en cuenta que la clasificación de bienes y servicios utilizada por Naciones Unidas en Comtrade no se corresponde con la de actividades económicas, por lo que se han emparejado bienes y servicios con ramas de actividad siguiendo un criterio de similitud.

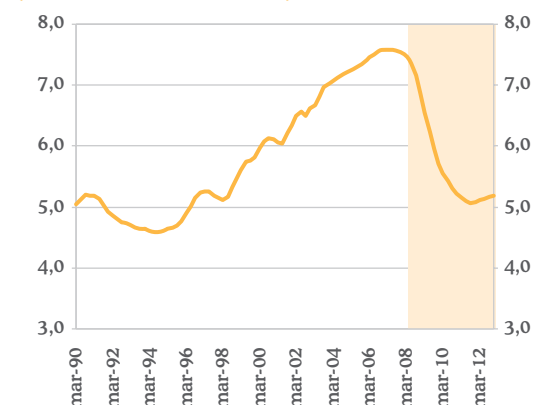
Las perspectivas de intenso ajuste en la construcción auguran una fuerte moderación de la contribución al crecimiento de las actividades ligadas a su evolución, movimiento del que permanecerían relativamente aisladas tanto las actividades de no mercado como las de mercado no ligadas a la misma. Así ha ocurrido en anteriores momentos de caída de la actividad de estas ramas, como en 1984 o 1992-1993. El periodo más reciente desde 1999, en el que se modera la contribución al crecimiento total de las ramas no ligadas a la construcción, se ha debido en mayor medida a los intensos crecimientos del resto de la economía de mercado. Así, la economía no-construcción se ha mantenido creciendo a tasas que en promedio se aproximan al 2,4%.

Más allá del escenario detallado planteado a 2009, la posterior recuperación de la economía española estará determinada por el ritmo de recuperación de la construcción, de la vivienda más específicamente, y por el mantenimiento de las tasas de crecimiento del resto de la economía.

En lo que se refiere a la vivienda, dada la duración promedio de los ciclos de caída de la actividad (cerca de cuatro años), y suponiendo que el número de visados de vivienda no vuelva a su nivel promedio histórico hasta ese momento, el peso de la inversión en vivienda en el PIB podría reducirse hasta cifras cercanas al 5,0%-5,5% del PIB desde el 7,5% registrado en 2007. Asumiendo, además, que el impulso de la inversión pública favorece que el gasto en construcción fuera del sector de la vivienda mantenga un perfil ascendente y asignando crecimientos al resto del PIB no superiores al 2,3%-2,4% al que vienen creciendo los sectores más ajenos a la construcción en los últimos años, resulta razonable esperar un escenario en el que el crecimiento del PIB no llegaría a tasas cercanas al 2,5% hasta dentro de tres o cuatro años. Ello configura un perfil de PIB para los próximos años en la economía española que se situaría en cuanto a la intensidad del ajuste, a medio camino entre la desaceleración de 2000-01 y la recesión de 1992-93. Con todo, se trata de un ejercicio muy tentativo dado que parte de hipótesis basadas en comportamientos promedio en ciclos anteriores de la vivienda.

Gráfico 4.10.

### España, inversión en vivienda sobre PIB (Media móvil 4 trimestres)



Fuente: SEE BBVA



**Tabla 4.2.**  
**España, cambio de la estructura productiva**  
**En millones de euros / miles de empleos equivalentes a jornada completa**

	VAB real						EMPLEO						EXPORTACIONES REALES						
	1996-2001		2001-2006		Variación media anual		1996-2001		2001-2006		Variación media anual		1996-2001		2001-2006		Variación media anual		
	Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)	Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)	Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)	Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)	Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)	Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)	Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)	Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)	Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)	
D TOTAL	101.873	3,9	99.105	3,1	20.098	2,9	15.754	2,003	3,1	1.677	2,3	368	50.976	7,0	44.084	4,5	10.562	46	11.447
D Construcción	13.940	6,5	15.088	5,3	2.903	5,3	2.903	589	7,6	605	5,6	119	328	11,4	457	9,6	87	9,6	87
D Actividades Inmobiliarias	4.865	2,2	9.543	3,7	1.441	3,7	1.441	52	11,2	84	0,0	14	4.421	16,6	2.761	5,9	798	5,9	798
TOTAL, sin construcción ni act. inmobiliarias	83.068	3,8	74.474	2,9	15.754	2,9	15.754	2.003	3,1	1.677	2,3	368	50.976	7,0	44.084	4,5	10.562	4,5	10.562
Intermediación financiera	5.014	4,0	16.692	9,8	2.171	9,8	2.171	3	0,2	24	1,3	3	418	5,2	370	3,7	88	3,7	88
Comercio y reparación	10.856	3,7	9.330	2,7	2.019	2,7	2.019	408	3,5	240	1,8	65	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Transporte y comunicaciones	9.629	5,1	7.306	3,2	1.694	3,2	1.694	115	2,7	144	2,9	26	2.980	7,0	2.441	4,3	602	4,3	602
Servicios empresariales	11.826	7,1	6.160	2,9	1.799	2,9	1.799	336	6,9	261	4,1	60	2.330	15,9	1.767	6,9	455	6,9	455
Administración pública	4.752	2,8	5.996	3,1	1.075	3,1	1.075	113	1,9	67	1,0	18	47	2,6	140	6,3	21	6,3	21
Sanidad y servicios sociales de no mercado	2.346	2,3	5.930	5,0	828	5,0	828	50	1,8	190	5,9	24	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Energía eléctrica, gas y agua	2.266	4,4	2.975	4,6	524	4,6	524	-8	-2,0	11	3,0	0	62	20,9	66	10,5	14	10,5	14
Hostelería y turismo	4.924	2,4	4.073	1,8	900	1,8	900	197	4,4	225	4,1	42	10.905	7,9	3.000	1,7	1.545	1,7	1.545
Otras actividades sociales y servicios de mercado	2.431	3,8	2.951	3,8	538	3,8	538	103	4,9	166	6,0	27	452	25,3	108	3,0	62	3,0	62
Sanidad y servicios sociales de mercado	1.780	4,6	2.456	5,0	424	5,0	424	71	5,5	112	6,5	18	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Educación de no mercado	3.423	3,2	3.681	2,9	710	2,9	710	89	3,2	80	2,5	17	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Otros productos minerales no metálicos	2.600	7,6	1.437	3,2	404	3,2	404	43	4,9	14	1,4	6	324	1,1	1.437	4,5	196	4,5	196
Industria del papel, edición y artes gráficas	1.928	4,6	1.293	2,6	322	2,6	322	37	3,9	11	1,0	5	1.236	8,1	11	0,1	139	0,1	139
Metalurgia y productos metálicos	4.252	5,9	1.442	1,6	569	1,6	569	105	5,5	32	1,4	14	490	1,5	2.983	7,3	386	7,3	386
Educación de mercado	1.124	3,6	1.084	2,9	221	2,9	221	45	4,0	32	2,4	8	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Maquinaria y equipo mecánico	2.252	6,9	983	2,4	324	2,4	324	46	5,1	-1	-0,1	5	995	2,6	876	2,0	208	2,0	208
Hogares que emplean personal doméstico	819	3,0	939	3,0	176	3,0	176	91	5,1	204	8,4	30	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Fabricación de material de transporte	2.124	4,1	778	1,3	290	1,3	290	42	3,2	5	0,4	5	7.220	5,0	7.849	4,3	1.674	4,3	1.674
Industria de la alimentación, bebidas y tabaco	1.305	2,0	758	1,0	206	1,0	206	5	0,3	29	1,4	3	3.123	8,2	2.338	4,5	607	4,5	607
Otras actividades sociales y serv. de no mercado	1.369	7,8	898	3,8	227	3,8	227	34	4,8	34	3,8	7	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Industrias manufactureras diversas	1.350	5,9	614	2,2	196	2,2	196	41	3,8	-15	-1,3	3	2.393	11,5	136	0,5	281	0,5	281
Industria del caucho y materias plásticas	1.104	5,4	305	1,2	141	1,2	141	24	4,5	-10	-1,7	1	1.027	5,8	826	3,7	206	3,7	206
Extracción otros minerales	309	6,0	223	3,4	53	3,4	53	4	3,6	7	4,9	1	182	7,2	42	1,3	25	1,3	25
Industria de la madera y el corcho	499	4,6	163	1,3	66	1,3	66	19	3,8	-13	-2,4	1	292	7,9	168	3,4	51	3,4	51
Industria química	1.750	3,8	125	0,2	187	0,2	187	20	2,7	13	1,6	3	4.053	9,1	6.369	9,2	1.158	9,2	1.158
Coque, refino y combustibles nucleares	48	0,4	-106	-0,8	-6	-0,8	-6	0	-0,9	0	1,0	0	1.747	13,7	4.317	16,8	674	16,8	674
Pesca	-180	-2,3	-202	-2,9	-38	-2,9	-38	-5	-1,6	-12	-4,2	-2	938	17,0	432	4,6	152	4,6	152
Equipo eléctrico, electrónico y óptico	1.191	3,5	-222	-0,6	97	-0,6	97	30	3,3	-18	-1,9	1	4.139	9,0	2.301	3,6	716	3,6	716
Extracción de productos energéticos	-374	-8,2	-186	-5,9	-56	-5,9	-56	-12	-9,9	-7	-10,8	-2	16	111,4	18	16,2	4	16,2	4
Industria del cuero y del calzado	7	0,1	-348	-4,9	-34	-4,9	-34	-7	-1,7	-15	-4,2	-2	901	7,2	323	2,0	136	2,0	136
Industria textil y de la confección	791	3,0	-1.297	-4,9	-51	-4,9	-51	25	2,0	-72	-6,1	-5	2.073	8,7	3.516	9,6	621	9,6	621
Agricultura, ganadería, caza y selvicultura	-464	-0,4	-1.928	-1,7	-239	-1,7	-239	-64	-1,4	-61	-1,4	-13	2.632	7,7	2.251	4,8	543	4,8	543

Fuente: SEE BEVA a partir de INE, EU KLEMS y MEH.

Nota: Se han utilizado deflatores sectoriales para la conversión en términos reales de los datos de exportaciones.



Tabla 4.3.  
España, cambio de la estructura productiva  
En millones de euros

	VAB real												Variación media anual 1996-2006			
	1996			2001			2006			1996-2001				2001-2006		
	Nivel	Estruc. Porcentual	Nivel	Estruc. Porcentual	Nivel	Estruc. Porcentual	Nivel	Estruc. Porcentual	Nivel	Estruc. Porcentual	Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)		Var. Absoluta	Tasa media de var. (%)	
<b>Total</b>	<b>489.690</b>	<b>100,0</b>	<b>591.563</b>	<b>100,0</b>	<b>690.668</b>	<b>100,0</b>	<b>101.873</b>	<b>3,9</b>	<b>99.105</b>	<b>3,2</b>	<b>20.098</b>					
<b>Economía de mercado</b>	<b>415.377</b>	<b>84,8</b>	<b>505.360</b>	<b>85,4</b>	<b>587.959</b>	<b>85,1</b>	<b>89.983</b>	<b>4,0</b>	<b>82.600</b>	<b>3,0</b>	<b>17.258</b>					
<b>Construcción y sectores vinculados</b>	<b>131.229</b>	<b>26,8</b>	<b>166.772</b>	<b>28,2</b>	<b>207.382</b>	<b>30,0</b>	<b>35.543</b>	<b>4,9</b>	<b>40.610</b>	<b>4,5</b>	<b>7.615</b>					
* Construcción	37.720	7,7	51.660	8,7	66.748	9,7	13.940	6,5	15.088	5,3	2.903					
* Actividades Inmobiliarias	43.167	8,8	48.032	8,1	57.575	8,3	4.865	2,2	9.543	3,7	1.441					
* Otras ramas de actividad relacionadas con construcción	50.342	10,3	67.080	11,3	83.059	12,0	16.738	5,9	15.979	4,4	3.272					
<b>Ramas de actividad no relacionadas con construcción</b>	<b>284.148</b>	<b>58,0</b>	<b>338.588</b>	<b>57,2</b>	<b>380.578</b>	<b>55,1</b>	<b>54.440</b>	<b>3,6</b>	<b>41.990</b>	<b>2,4</b>	<b>9.643</b>					
<b>Economía de no mercado</b>	<b>74.314</b>	<b>15,2</b>	<b>86.204</b>	<b>14,6</b>	<b>102.709</b>	<b>14,9</b>	<b>11.890</b>	<b>3,0</b>	<b>16.506</b>	<b>3,6</b>	<b>2.840</b>					

Fuente: SEE BBVA a partir de INE y EU KLEMS.

## 5. Resumen de previsiones

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

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>
Consumo privado	1,2	1,5	1,7	1,9	1,6	0,8	1,1
Consumo público	1,7	1,4	1,5	2,0	2,3	1,3	1,5
Formación bruta de capital fijo	1,3	2,0	3,3	5,5	4,3	3,1	0,7
Variación de existencias (*)	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	1,3	6,6	5,0	8,0	6,0	5,1	4,0
Importaciones (bienes y servicios)	3,3	6,6	5,8	7,7	5,3	4,8	4,3
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>
<b>Precios</b>							
IPC	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,6	2,3
IPC subyacente	2,0	2,1	1,5	1,5	2,0	2,4	2,0
<b>Mercado de trabajo</b>							
Empleo	0,6	0,8	0,8	1,5	2,0	1,1	0,7
Tasa de paro (% de población activa)	8,6	8,7	8,8	8,2	7,4	7,2	7,3
<b>Sector público</b>							
Déficit (% PIB)	-3,1	-2,9	-2,5	-1,6	-0,7	-1,0	-1,2
<b>Sector exterior</b>							
Déficit por cuenta corriente (% PIB)	0,5	1,2	0,3	0,0	0,2	-0,1	-0,1

\* Contribución al crecimiento  
 \*\*Incorpora el efecto del incremento del IVA alemán

### Entorno internacional (% interanual)

	Crecimiento real del PIB (%)				Inflación** (%)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	2,9	2,2	1,2	1,0	3,2	2,9	4,9	3,9
Japón	2,4	2,0	1,3	1,7	0,2	0,0	0,7	0,5
Latam	5,4	5,7	4,4	3,8	5,1	6,3	7,8	6,6

\*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 (%)*			
	28/07/08	4T08	2T09	4T09	28/07/08	4T08	2T09	4T09
UEM	4,25	4,25	3,75	3,50	4,5	4,1	4,0	4,2
EE.UU.	2,00	2,00	2,00	2,50	4,0	3,9	4,0	4,4

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

	Tipo de cambio (vs euro)*				Petróleo Brent (dólares por barril)*			
	28/07/08	4T08	2T09	4T09	28/07/08	4T08	2T09	4T09
Dólar EE.UU.	1,57	1,49	1,44	1,40	124	106	92	83

\* Media del período

# Resumen de previsiones economía española

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

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<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>1,5</b>	<b>0,5</b>
Consumo Privado	3,4	2,8	2,9	4,2	4,2	3,7	3,1	1,0	0,5
Consumo Público	3,9	4,5	4,8	6,3	5,5	4,8	5,2	5,4	5,2
Formación bruta de capital fijo	4,8	3,4	5,9	5,1	6,9	6,8	5,9	-0,9	-5,7
Bienes de equipo	-0,3	-2,9	4,1	5,1	9,2	10,4	11,6	-1,0	-10,2
Construcción	7,6	6,3	6,2	5,4	6,1	6,0	4,0	-2,2	-5,6
Vivienda	7,5	7,0	9,3	5,9	5,9	6,4	3,1	-7,4	-16,5
Resto	7,7	5,6	3,5	5,0	6,3	5,5	5,1	2,5	3,3
Otros Productos	5,8	5,0	7,2	3,8	6,4	4,6	4,2	3,8	2,0
Variación de existencias (*)	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	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>1,4</b>	<b>-0,3</b>
Exportación bienes y servicios	4,2	2,0	3,7	4,2	2,6	5,1	5,3	2,2	0,3
Importación bienes y servicios	4,5	3,7	6,2	9,6	7,7	8,3	6,6	1,4	-1,8
<b>Saldo exterior neto (*)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,1</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>4,8</b>	<b>3,7</b>
Millones de Euros	680.678	729.206	782.929	841.042	908.450	980.954	1.049.913	1.100.196	1.140.779
<b>Precios y costes</b>									
Deflactor del PIB	4,2	4,3	4,1	4,0	4,2	4,0	3,1	3,2	3,2
Deflactor consumo hogares	3,4	2,8	3,1	3,6	3,4	3,4	2,8	4,1	2,8
IPC	3,5	3,5	2,9	3,0	3,4	3,5	2,8	4,4	2,8
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,2	1,3	0,9	0,9	1,2	1,3	0,6	0,8	0,5
Remuneración por asalariado	3,6	3,3	3,6	3,0	2,8	3,0	3,6	4,2	4,0
Coste laboral unitario (CLU)	3,2	2,9	2,9	2,4	2,5	2,8	2,7	2,7	2,2
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población activa, EPA	0,3	4,1	4,0	3,3	3,5	3,3	2,8	2,9	2,2
Empleo EPA	4,1	3,0	4,0	3,9	5,6	4,1	3,1	0,1	-1,4
Variación en miles de personas	640	484	666	675	1002	774	608	27	-275
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,2	2,3	2,4	2,7	3,2	3,2	3,0	0,1	-1,3
Tasa de Paro	10,6	11,5	11,5	11,0	9,2	8,5	8,3	10,7	13,8
Productividad	0,4	0,4	0,7	0,6	0,4	0,7	0,9	1,5	1,8
<b>Sector Público</b>									
Deuda (% PIB)	55,5	52,5	48,7	46,2	43,0	39,7	36,2	34,6	34,4
Saldo AA.PP. (% PIB)	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	1,8	2,2	-0,1	-1,1
<b>Sector Exterior</b>									
Saldo Comercial (% PIB)	-6,3	-5,8	-5,9	-7,2	-8,6	-9,1	-9,4	-9,7	-9,3
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,9	-10,1	-10,6	-10,2
<b>Hogares</b>									
Renta disponible real	3,4	3,5	3,6	3,6	4,2	3,2	3,2	1,2	0,9
Renta disponible nominal	6,8	6,3	6,7	7,2	7,6	6,6	5,9	5,3	3,7
Tasa de ahorro (% renta nominal)	11,1	11,4	12,0	11,3	11,0	10,5	10,3	10,7	11,0

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  
España: Julián Cubero  
Análisis Sectorial: Ana Rubio  
Europa: Miguel Jiménez  
Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido  
Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

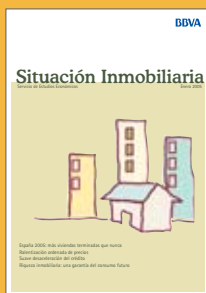
Economías Emergentes: Alicia García-Herrero  
Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo  
Argentina: Ernesto Gaba  
Chile: Miguel Cardoso  
Colombia: Juana Patricia Téllez  
Perú: Hugo Perea  
Venezuela: Oscar Carvalho  
Análisis Transversal Asia: Ya-Lan Liu  
China: Li-Gang Liu

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.