

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Abril 2008



La materialización de un escenario externo adverso ...
... y la profundización del ajuste en construcción
residencial ...

... propician una fuerte desaceleración de la actividad
en 2008 que se extenderá a 2009

El dinamismo del mercado de trabajo se resiente y en
2009 se dejará de crear empleo

Índice

Fecha de cierre: 2 de abril de 2008

1. En resumen	3
2. La economía ante un entorno externo adverso	5
3. Los factores de riesgo que pueden agudizarse en el futuro	12
Recuadro: "Impacto de una perturbación financiera adversa en España"	14
Recuadro: "Evolución y características del empleo en el nuevo escenario para la economía española"	19
4. Resumen de previsiones	24

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 Jiménez	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
Ana Rubio	34 91 374 33 42	arubiog@grupobbva.com

1. En resumen

Elevado margen de incertidumbre en las previsiones

La economía española inicia el año 2008 afrontando un escenario global más adverso, en el que se han materializado algunos de los factores de riesgo que se vislumbraban al finalizar el año anterior. De forma paralela, el ajuste que ya estaba en marcha en el sector de la construcción residencial ha aumentado su ritmo en los últimos meses, y resulta cada vez más probable que se intensifique en el futuro. Todo ello configura un escenario de mayor desaceleración, en el que el margen de incertidumbre sobre las previsiones es inusualmente elevado.

Impacto negativo del cambio del entorno exterior

Empezando por el entorno exterior, parece claro que la severidad de la crisis financiera global es mayor de lo que se anticipaba. Fiel reflejo de esta situación es la aceleración en el ritmo de toma de medidas regulatorias, de política fiscal o monetarias, que buscan poner un suelo a esta situación. Queda ya patente que la situación financiera va a tener un impacto en la economía real, por múltiples canales. A este entorno no es ajena nuestra economía, muy dependiente de financiación exterior y de la evolución de los mercados financieros internacionales. Un contexto de menor crecimiento económico en los países desarrollados, principalmente Estados Unidos y Europa, conlleva un menor dinamismo de nuestro sector exportador y, finalmente, implica un menor crecimiento de la inversión. La demanda interna se verá también mermada dada la existencia de primas de riesgo más elevadas.

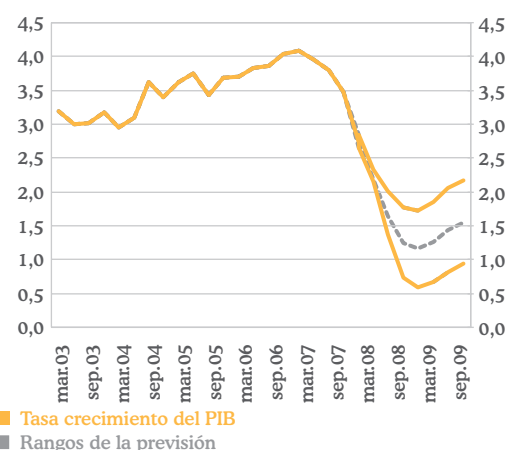
En un contexto en el que las dudas sobre el crecimiento son mayores en la economía norteamericana y en el que la Reserva Federal ha acelerado el ritmo de bajadas de tipos, el euro se ha apreciado más de lo esperado, lo que deteriora la competitividad de nuestras exportaciones. Adicionalmente, la depreciación del dólar es uno de los determinantes de la revisión al alza de los precios del petróleo, significativa en relación a los pronósticos realizados a finales de 2007. El precio del petróleo tiene un importante componente financiero que parece difícil que se diluya en el corto plazo. En consecuencia, mayores precios del petróleo implican una menor renta disponible para las familias españolas y un drenaje de su consumo, y han supuesto también un aumento del diferencial de inflación que impacta de forma negativa a nuestra competitividad.

El cambio de escenario global tiene otra repercusión en términos de política monetaria. La relativa resistencia de la economía europea ante este escenario desfavorable y el aumento de la inflación que ha supuesto el repunte de los precios energéticos y de los alimentos, implica un retraso en las expectativas de bajada de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo. Resulta poco probable, en la actualidad, que haya una reducción de tipos antes de septiembre y, por tanto, el soporte que se podría esperar a través del relajamiento de las condiciones monetarias se retrasa en el tiempo.

Mayor ajuste en el sector residencial

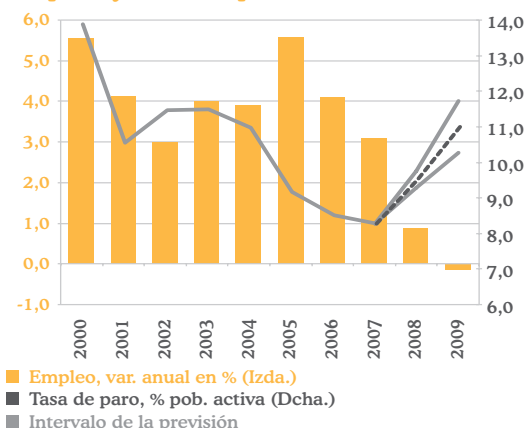
En el sector de construcción residencial el ajuste ha ganado en intensidad. Es razonable afirmar que la dinámica de ajuste va a continuar, de forma que el sector reduzca su peso en la actividad durante este próximo bienio. En este tipo de ajustes, es probable una situación de excesiva reacción a la baja o *undershooting*, dado el papel acelerador del ajuste que pueden tener las expectativas. Además, lo más probable es que, por las características de la inversión residencial, el ajuste se intensifique en 2009, situándose en una tasa de crecimiento negativa del 14,5%, que prácticamente duplica la esperada para 2008. El sector de

España: Previsiones de crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: INE y SEE BBVA

Empleo y tasa de paro



Fuente: INE y SEE-BBVA

Nota: sesgo de 2005 derivado del cambio metodológico de la EPA.

construcción en su conjunto dejará de crear empleo, alcanzando una cifra total de destrucción de puestos de trabajo en el conjunto de los dos próximos años cercana a los 400 mil, aunque el rango de previsión es amplio en un entorno incierto y podría suponer entre 330 y 450 mil empleos menos en el sector. En cuanto a la manera en que se distribuye esta cifra entre los dos ejercicios, la destrucción de empleo será mayor en 2009 que en 2008. Sin embargo, el resto de la economía muestra fundamentos suficientes como para poder crecer a tasas próximas a su nivel tendencial, siempre y cuando los factores de riesgo a la baja no terminen de materializarse, en cuyo caso, también ralentizaría su crecimiento.

La desaceleración se extenderá a 2009

Ante la combinación de estos elementos, la economía española desacelerará su crecimiento de manera significativa en 2008, extendiéndose este proceso de ralentización al año siguiente. Dada la incertidumbre existente en este contexto, lo más adecuado es ofrecer un rango de previsión. Así, parece razonable un rango de crecimiento entre el 2,2 y el 1,7% en 2008, con una tendencia central sobre la que se pueda referenciar un cuadro macroeconómico detallado, que podría situarse en el 1,9%. Cómo es lógico, el rango de previsión se amplía para 2009, situándose entre el 2,0 y el 0,8%. En este caso, si hubiera que señalar un valor más probable, el balance de riesgos mostraría, de momento, el 1,4% como la tendencia central. Se estima que el mínimo del crecimiento tendrá lugar en torno a principios de 2009, y desde entonces el perfil de actividad será ligeramente ascendente.

Con estas perspectivas para la actividad, la economía seguirá creando empleo en 2008, aunque a un ritmo mucho menor que en años anteriores. En el conjunto de la economía, la tasa de creación de empleo tendrá un rango de fluctuación entre el 0,4% y el 1,4%. Sin embargo, en 2009 es mucho más probable un estancamiento del empleo. En un contexto de suave moderación del crecimiento de la población activa, la tasa de desempleo repuntará, hasta alcanzar tasas en promedio del 11% el próximo año, casi tres puntos por encima de la observada en 2007. De las estimaciones realizadas se concluye que una parte de este deterioro de la tasa de desempleo tiene un componente tendencial, y no sólo cíclico.

La política fiscal, con margen de actuación

Ante este escenario de ralentización, que aumenta su intensidad, son muchas las diferencias que separan a la economía española de episodios previos de desaceleración. Se ha insistido mucho en las diferencias estructurales de la economía, pero hay un aspecto que cobra especial interés en este entorno: el margen de maniobra de la política fiscal. En España, donde probablemente los estabilizadores automáticos son algo menores que en otros países desarrollados, es un buen momento para adoptar medidas discrecionales de carácter contracíclico. La experiencia de otros países muestra que las medidas más eficaces en este sentido son aquellas que se toman en el momento adecuado, un momento que viene determinado por las condiciones cíclicas de la economía, que están bien enfocadas a su objetivo y, en general, que tienen un carácter transitorio. En este sentido, medidas como deducciones fiscales temporales, extensiones temporales del seguro de desempleo o aumento del gasto público en infraestructura o vivienda, entre otras, podrían ser opciones a tener en cuenta.

Adicionalmente, es preciso señalar que, en un contexto de choque financiero global, la eficiencia, la solidez y la fuerte acumulación de provisiones del sistema financiero español en la etapa de expansión, constituyen elementos de soporte clave para el conjunto de la economía.

2. La economía ante un entorno externo adverso

El pasado otoño, en la economía española se hizo evidente el inicio de una etapa de desaceleración. Sin embargo, los elementos de inercia en el crecimiento parecían asegurar que la actividad económica alcanzaría cifras de crecimiento superiores al 2,5% en 2008 y al 2% en 2009. Desde entonces, los cambios en el entorno económico global han llevado a reducir las expectativas de crecimiento.

Una desaceleración que se intensifica, y lleva a revisar a la baja las previsiones de crecimiento

En el otoño de 2007 eran ya evidentes los signos de desaceleración de la economía. Tras alcanzar un crecimiento del 4,1% en el primer trimestre del año, la actividad crecía un 3,5% en el último trimestre. Aunque en promedio las cifras de crecimiento de 2007 eran del 3,8%, similares a las del año anterior, el perfil de desaceleración de la economía y la composición del crecimiento mostraban claramente un cambio de ciclo. En el conjunto del año 2007, la demanda interna se ralentizó, creciendo medio punto menos que el año anterior, principalmente por la moderación del gasto en consumo de las familias y de la inversión residencial. El notable dinamismo de la inversión en equipo, que sorprendió al alza, fue una de las claves por las cuales no se produjo una mayor desaceleración de la demanda interna. Por su parte, el sector exterior redujo su aportación negativa al crecimiento.

Dos elementos destacaban en ese momento en el análisis de la economía española. El primero era el hecho de que, tal y como se había estado previendo, la economía se desaceleraba y lo hacía de forma muy gradual. Avanzaba hacia una composición del crecimiento que se consideraba más sostenible. El segundo es que, bajo supuestos razonables, cabía esperar que la inercia de la economía fuese suficiente como para limitar la intensidad de la desaceleración. Con esta consideración, pronósticos de crecimiento superiores al 2,5% para el año 2008 y al 2% para 2009 eran más que razonables.

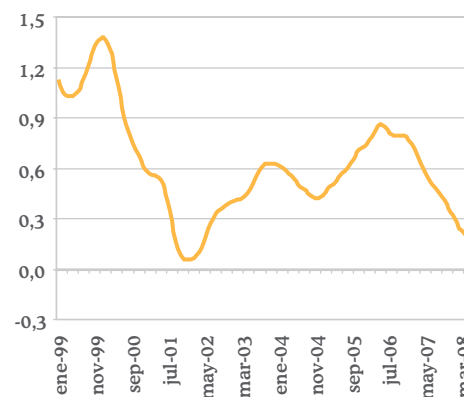
El comienzo de 2008 ha marcado un giro en estas expectativas, de forma que en la primavera ha quedado claro que el ritmo de desaceleración se ha intensificado. La información de coyuntura, sintetizada en el indicador de actividad BBVA que aparece en el gráfico adjunto, muestra claramente que se ha acelerado el ritmo de ajuste. La evidencia de moderación es bastante generalizada y abarca desde el comportamiento de los indicadores de gasto de las familias (ventas al por menor y ventas de automóviles, especialmente) hasta las tendencias mostradas por los datos empresariales (con un estancamiento de las ventas domésticas) o las transacciones en el sector de construcción residencial.

Hasta el momento, la desaceleración tiene un carácter cíclico, como queda patente cuando se descompone el crecimiento entre sus componentes de tendencia y ciclo.¹ Así, se confirma que el máximo cíclico se habría alcanzado en el tercer trimestre de 2007, mientras que el componente tendencial se mantiene estable en el 3,1%, la misma cifra que en los últimos dos años.

En el mercado laboral, todos los indicadores disponibles reflejan que el perfil de ralentización gana en intensidad. Así, la creación de empleo (afiliación a la Seguridad Social) en el primer trimestre de 2008 fue del 1,4%, la cifra más baja desde 1996. Un buen reflejo de estos cambios lo tenemos en el comportamiento tendencial del desempleo, que está au-

Gráfico 2.1.

Indicador de Actividad IA BBVA

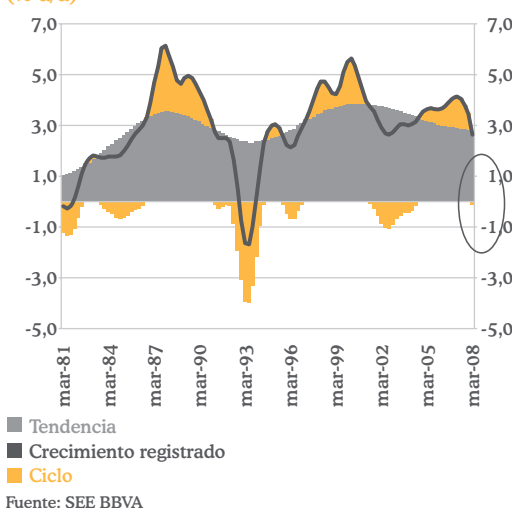


Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.2.

PIB. Contribuciones a la tasa de crecimiento

(% a/a)

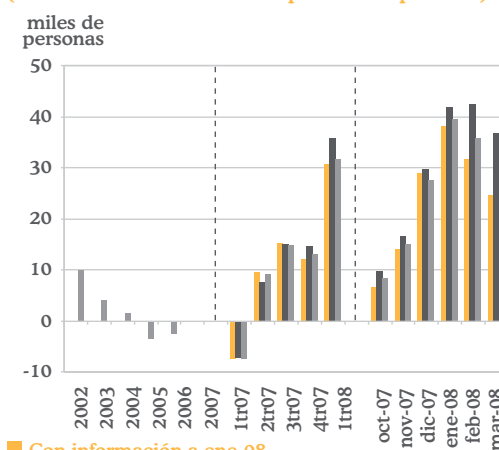


Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.3.

Tendencia del paro registrado

(variación media mensual para cada período)

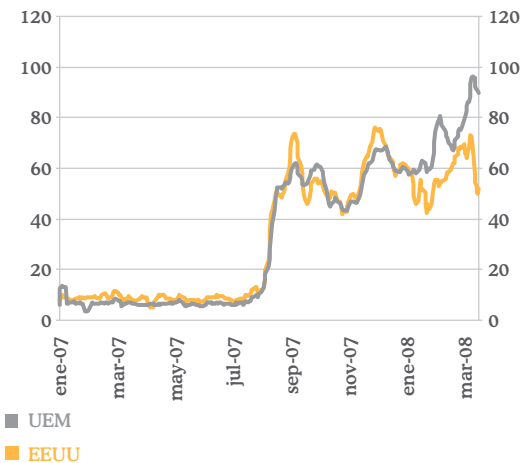


Fuente: SEE BBVA

¹ Siguiendo la metodología expuesta en Doménech y Gómez (2005), "Ciclo económico y desempleo estructural en la economía española", *Investigaciones Económicas*, vol. XXIX (2), 259-288.

Gráfico 2.4.

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 12 meses: Diferencial (LIBOR12M -Expectativas Política Monetaria12M)



Fuente: Bloomberg. LIBOR12 M - OIS12M (Overnight Index Swap). Med.móv. 5 días

Gráfico 2.5.

Spread de crédito del sector bancario AA a 5 años en EE.UU. y Europa



Fuente: Bloomberg

mentando mensualmente desde el pasado diciembre entre 20 y 40 mil personas, desde niveles de, aproximadamente, 10 mil en los meses anteriores. En el caso del desempleo, se puede afirmar que al deterioro cíclico parece haberse unido un peor comportamiento del componente tendencial, en un mercado que daba muestras de tener menos holgura, con tasas de desempleo muy bajas en algunos sectores y áreas geográficas, lo que podría estar incidiendo en la naturaleza del ajuste.

Todos estos indicadores no son más que la evidencia de la necesidad de revisar a la baja el crecimiento de la economía española para los dos próximos años. Pero, cuando se analizan las causas del cambio de previsiones, es inevitable la referencia al empeoramiento del entorno exterior de la economía. Basta recordar que la española es una economía con una notable dependencia de financiación exterior, como muestra no sólo su elevado déficit por cuenta corriente, sino también el hecho de que las empresas españolas han llevado a cabo un significativo proceso de acumulación de activos financieros en el exterior. Pero, ¿qué es lo que ha cambiado en el entorno global?.

Un entorno global más incierto que lleva a una reducción de las previsiones de crecimiento en la OCDE, a una apreciación del euro y a un encarecimiento del petróleo

Desde el pasado verano, los mercados financieros se han visto inmersos en una crisis financiera cuya duración e intensidad están siendo mayores de lo que se podría haber esperado. Ello a pesar de las medidas que desde distintos ámbitos, especialmente en EEUU, se han ido adoptando.

Esta crisis financiera ha tenido uno de sus reflejos en la reducción de la liquidez. En particular, las tensiones de liquidez se han mostrado en la evolución de los tipos interbancarios, que mantienen elevados diferenciales con los tipos de interés esperados por el mercado. Este diferencial es especialmente elevado en Europa, en los plazos más largos del mercado interbancario, particularmente en el tramo de 12 meses. Para afrontar esta situación, la Reserva Federal ha diseñado un amplio conjunto de medidas que implican desde la ampliación del acceso a la ventanilla de descuento de las entidades de depósito o los programas de repos para los *primary dealers*, hasta la creación de nuevas facilidades de liquidez a plazo. En conjunto, aunque la inyección de liquidez por parte de la Reserva Federal ha aumentado desde niveles nulos a comienzos de 2007 hasta los casi 200 mil millones de dólares, las tensiones en el mercado interbancario se han mantenido. Finalmente, incluso, la Reserva Federal se ha visto implicada en el rescate de Bear Stearns. En Europa, la provisión de liquidez apenas ha aumentado aunque se han anunciado recientemente las primeras subastas a horizonte de seis meses, cuya eficacia es probablemente limitada.

Otro reflejo de la crisis ha sido la evolución de los *spreads* de crédito que se han ampliado significativamente tanto en el sector financiero, como fuera del mismo. Ello, en parte, supone el final de un periodo de infravaloración del riesgo, pero también muestra una situación en la cual la pérdidas bancarias, que ya superan casi los 200 mil millones de dólares, suponen un cambio de escenario. Si a éstas se suman las pérdidas latentes en función de la composición de los balances y de la evolución del precio de los activos, la preocupación de las entidades por mantener sus ratios de capital va a ser una prioridad, frente al periodo anterior dominado por el efecto multiplicador del crédito en un contexto de innovación financiera, nuevos productos y nuevos agentes.

Finalmente, la crisis está provocando una reducción de los precios bursátiles. Los mercados de renta variable, que permanecieron relativamente al margen de este episodio en los primeros compases de la crisis, se han visto finalmente afectados al comenzar 2008. Si inicialmente descontaron que la crisis quedaría en el ámbito financiero, desde comienzos de año, han sido conscientes de que la situación tendría un impacto real, adaptando así sus niveles de precios a la baja.

Recientemente, y ante la severidad de la crisis, han aumentado los esfuerzos por tomar medidas en distintos ámbitos, especialmente, en el regulatorio en EE.UU. Sin embargo, con todas las incertidumbres que hay en este momento, no es fácil pensar que la situación va a resolverse en el corto plazo. En consecuencia, se revisan a la baja las perspectivas de crecimiento en EE.UU. y la UEM, como se observa en el cuadro 2.1. Tras crecer un 2,1% en 2007, cabe esperar que el crecimiento en la economía norteamericana se sitúe entre el rango 0,8% y el 1,4% en 2008, aproximadamente un punto porcentual menos de crecimiento de lo esperado a finales del año pasado. Los datos recientes apuntan, además, a que es más probable que finalmente la actividad se sitúe en la parte baja de este rango. Ante el deterioro de las expectativas de crecimiento y en este entorno de crisis financiera, la Reserva Federal ha reducido sus tipos de interés desde el 5,25% al 2,25%, y es muy probable que pueda haber alguna reducción adicional.

También en Europa se espera que la desaceleración cíclica de la economía pueda intensificarse. Ahora bien, es destacable la resistencia que, de momento, está mostrando. Aunque el rango de previsión del crecimiento se sitúa entre el 1,1 y el 1,7% para 2008, tras un 2,6% el año anterior, la información del primer trimestre muestra que es algo más probable alcanzar la parte alta del rango. Esta relativa resistencia de la economía, y unos datos de inflación que están sorprendiendo al alza, han llevado a retrasar las expectativas de bajadas de tipos de interés. Es cada vez menos probable que el Banco Central Europeo reduzca sus tipos de interés antes del verano. El pronóstico central es de, como máximo, un descenso de 50 puntos básicos que tendría lugar en dos bajadas a partir de septiembre.

La divergencia reciente en las perspectivas de crecimiento entre Europa y Estados Unidos, y en sus políticas monetarias, ha sido el detonante de una apreciación del euro, o en otros términos, de una depreciación del dólar. Parece más probable que el dólar se mantenga sobre el 1,5 con el euro en todo el año 2008, una situación que empeora la competitividad de economías como la española. Tiene, además, una derivada adicional: en un contexto de debilidad del dólar, algunas materias primas, y singularmente el petróleo, se convierten en activos financieros de refugio de los inversores. Como resultado, su precio aumenta significativamente. La previsión de precios del petróleo se incrementa así hasta casi los 86 dólares en promedio en 2008, significativamente mayor que la que se mantenía a finales de 2007 (79 dólares). Un aumento del precio del petróleo eleva los riesgos a la baja sobre la actividad y los riesgos al alza sobre la inflación.

Este entorno global más adverso implica menos crecimiento de la renta disponible de las familias españolas y menos dinamismo de las exportaciones

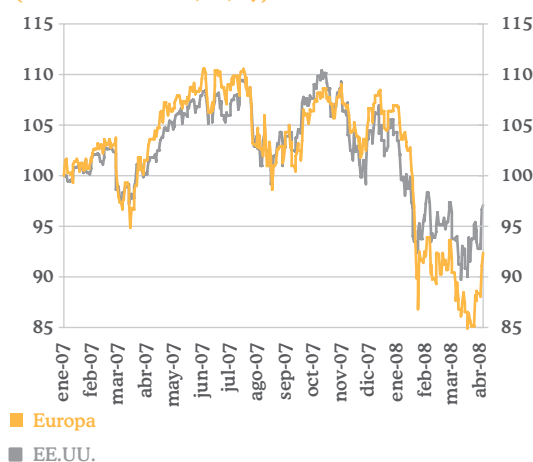
El cambio en el entorno exterior que se acaba de describir tiene notable incidencia sobre la economía española a través de distintos canales. En particular, se va a analizar el impacto de un menor crecimiento del resto del mundo, el de una menor competitividad por apreciación del euro y mayor diferencial de inflación y el impacto vinculado a un aumento del precio del petróleo.

En primer lugar, como se ha mencionado, el crecimiento económico, especialmente en los países desarrollados, se ha revisado a la baja, lo que supone un menor crecimiento de las exportaciones españolas, y finalmente, también de la inversión. En particular, el crecimiento de Europa se ha revisado a la baja en 0,4 y 0,6 pp en 2008 y 2009, respectivamente, mientras que en Estados Unidos la revisión a la baja del crecimiento ha sido de 1,2 y 1 pp para los mismos años. Ello implica un menor crecimiento de la OCDE de 0,7 y 0,6 pp, como se ve en el cuadro adjunto.

Gráfico 2.6.

Evolución de las Bolsas de EE.UU. y Europa

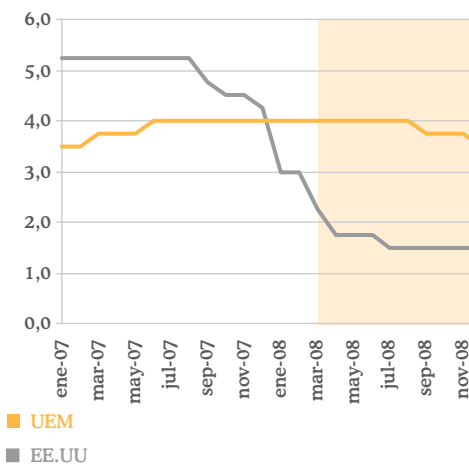
(índice 100 = 01/01/07)



Fuente: Bloomberg y BBVA

Gráfico 2.7.

Tipos oficiales en EE.UU. y la UEM



Fuente: SEE BBVA

Cuadro 2.1. Cambio en las previsiones desde el otoño (% crecimiento anual)

	2008			2009		
	Actual	dic-07	Revisión (pp)*	Actual	dic-07	Revisión (pp)+
Crecimiento						
UEM	1.1 - 1.7	1,8	-0,4	0.9 - 2.0	2,1	-0,6
Estados Unidos	0.8 - 1.4	2,2	-1,2	1.1 - 1.9	2,6	-1,0
OECD	1.1 - 1.9	2,2	-0,7	1.2 - 2.2	2,4	-0,6
Mundo	3.6 - 4.0	4,3	-0,5	3.7 - 4.3	4,5	-0,5
Petróleo	85,9	79,3	6,6**	75	61,2	13,8**
Tipo de cambio \$/€	1,53	1,43	7,0***	1,45	1,36	6,6***
TCER España (1999=100)	127,6	123,8	3,0***	129,6	125,5	3,3***

* Respecto a tendencia central

** Revisión en dólares

*** Revisión en porcentaje

Fuente: SEE BBVA

Cuadro 2.2. Exportaciones, impacto de cambios en el escenario global

(desviación del crecimiento en pp respecto a escenario base)

	por crecimiento externo		por tipo de cambio		Impacto Agregado	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
En bienes a la UEM	-1,1	-1,5	—	—	-1,1	-1,5
En bienes al resto						
del mundo	-0,7	-2,9	-2,0	-1,0	-2,6	-3,9
En servicios	-1,7	-3,3	-0,8	-1,9	-2,5	-5,1
Agregado Bienes y Servicios (*)	-1,2	-2,5	-0,8	-0,9	-2,0	-3,4

(*) con pesos relativos de 2007
Fuente: SEE BBVA

Cuando se analiza el impacto directo en las exportaciones derivado del menor crecimiento económico del resto de países, se puede concluir que las ventas al exterior se desviarán a la baja en algo más de un punto en 2008, y en 2,5 puntos en 2009, simplemente por el impacto de este menor dinamismo de la economía global. Este es un argumento para esperar una moderación del crecimiento de las exportaciones desde tasas superiores al 5% que se observaron en el año 2007. En términos de crecimiento económico, dado el peso de las exportaciones en el PIB, el drenaje derivado del menor dinamismo del resto del mundo puede valorarse en medio punto en 2008 y cerca de un punto en 2007. Obviamente este cambio no significa que se vaya a deteriorar la aportación del sector exterior al crecimiento, ya que se trata de un ejercicio parcial, en el que no se ha incorporado la evolución de las importaciones, cuya más que probable desaceleración compensará, como se verá más adelante, la moderación del crecimiento de las exportaciones.

Este deterioro del crecimiento mundial tiene su reflejo directo, por tanto, en el comportamiento del sector exterior. Pero, indudablemente, tiene un impacto indirecto sobre otras variables de la demanda doméstica. Una manera de aproximar de forma alternativa este impacto del sector exterior es considerar un modelo de dos economías, en el que España sería una “región” del área del euro, el “resto del mundo” en este caso. Un choque en términos de menor crecimiento del “resto del mundo” supondría para la economía española un crecimiento de 0,4 décimas menos en 2008.

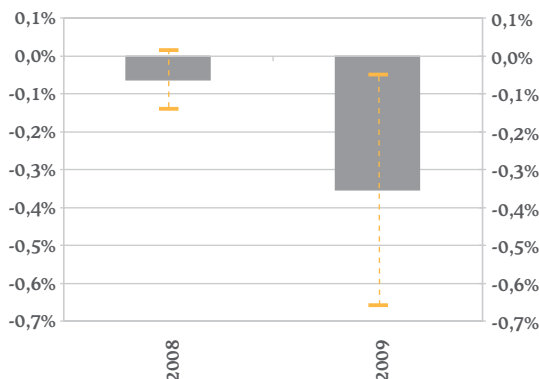
Un segundo elemento de impacto negativo sobre la economía es la apreciación del euro. Como se ha comentado, las previsiones del euro se han cambiado hacia una mayor apreciación en 2008, frente al pronóstico previo. La desviación en la evolución del euro respecto a los pronósticos realizados en el pasado otoño es de un 7% en 2008 y 6,6% en 2009 de apreciación. Si a este comportamiento se une el del diferencial de precios, se puede estimar que el tipo de cambio efectivo real al que se enfrentará la economía se podría haber apreciado en el entorno del 3% sobre el escenario previo. En consecuencia, dada la elasticidad de las exportaciones al tipo de cambio efectivo real, cabe esperar una desviación a la baja en su crecimiento sólo por este factor de cerca de un punto porcentual en 2008 y 2009.

En tercer lugar, es relevante analizar el papel del cambio de previsiones del petróleo sobre la economía española. Aun cuando el impacto final sobre la economía esta sujeto a incertidumbre, se va a intentar aproximar su efecto por dos vías. Por una parte, la utilización de un modelo que tenga en cuenta las relaciones dinámicas entre crecimiento doméstico y exterior, inflación, evolución de costes no energéticos y del petróleo, permite estimar que el cambio realizado en las previsiones de esta última variable es coherente con una reducción del crecimiento esperado cercano a una décima en 2008 y entre tres y cuatro en 2009. Como se señala en el gráfico, los rangos de incertidumbre de la estimación son relevantes, aunque en todo caso, parece que de verificarse el nuevo escenario de precios del petróleo, su impacto sobre las previsiones de crecimiento previas habría de ser persistente y más intenso en 2009.

Por otra parte, el aumento de precio del petróleo supone una mayor transferencia de renta al exterior, tanto de las familias como de las empresas. En el caso de los hogares, si no cambiasen su patrón de consumo de productos energéticos (combustibles de automoción, calefacción y tarifa eléctrica), el peso de estos productos en su gasto (8,3% del total) llevaría a que el cambio de perspectiva sobre los precios del petróleo en euros reduciría aproximadamente el 0,3% y 1,3% su renta disponible en 2008 y 2009, respectivamente. Ello supondría un menor crecimiento del consumo, brecha que, de acuerdo a la función de consumo estimada en el SEE BBVA, sería de aproximadamente 0,1 y 0,4 puntos porcentuales en términos reales respecto al escenario base previo. El impacto así calculado es proporcionalmente muy similar al que se obtiene para el conjunto del PIB mediante el modelo anterior.

Gráfico 2.8.

Impacto en crecimiento del cambio de previsiones del precio del petróleo (puntos porcentuales respecto a escenario base)



Fuente: SEE BBVA

El nuevo entorno global supone una mayor inflación en la economía española, con un balance de riesgos alcista en las previsiones

En el caso de la inflación, su repunte a finales de 2007 fue debido a tensiones en los mercados internacionales de materias primas alimenticias y energéticas, que afectaron a los componentes más volátiles de la cesta. En el momento actual, la inflación se sitúa en las tasas más altas de los últimos años,² y el diferencial de inflación con la UEM ha aumentado hasta un nivel que en los últimos meses oscila por encima del punto porcentual. Entre los componentes de la cesta el comportamiento ha sido diverso, con un proceso de moderación de la inflación en los bienes industriales no energéticos (que presentan un diferencial con la UEM favorable a España) y el mantenimiento de una más alta inflación en los servicios, en el entorno del 3,8%. De esta forma, es significativo que se ha abandonado el período de "inflación doble" en la economía, caracterizado por diferenciales de inflación positivos en bienes industriales no energéticos y en servicios.

Las previsiones apuntan a una inflación que habría alcanzado en el mes de marzo su máximo anual y que, a partir de ahora, comenzaría un proceso de moderación. La inflación podría bajar del 4% a partir del mes de junio y, apoyándose en el efecto base, situarse en el entorno del 3% en el cuarto trimestre del año. Con todo, nuestra previsión de inflación para 2008 es del 3,7%, desde el 2,8% promedio de 2007. Por su parte, la inflación subyacente también se ha visto sometida a presiones por vía de los alimentos elaborados. De igual forma podría mantenerse en los niveles actuales hasta el cuarto trimestre del año, cerrando como media de 2008 ligeramente por encima del 3%. Las tensiones inflacionistas remitirían con mayor fuerza en 2009, cuando prevemos una inflación media del 2,7%.

En el balance de riesgos de la previsión hay que tener en cuenta, en primer lugar, que las tensiones inflacionistas en alimentos no parecen remitir todavía. La evolución del mercado del petróleo introduce otro elemento de sesgo alcista. La previsión se basa en un precio medio del petróleo en 2008 de 86 dólares, aunque en los últimos tiempos las previsiones de petróleo se han visto superadas por la realidad. La utilización del petróleo como activo financiero en momentos de incertidumbre y de depreciación del dólar (junto con los ya clásicos efectos de incertidumbre geopolítica, y el más reciente de presiones de demanda de los países emergentes) introduce un balance de sesgos al alza en su evolución. Por último, es necesario tener en cuenta que no pueden descartarse efectos de segunda ronda que presionen al alza el IPC, si bien hasta la fecha no parecen observarse. Entre los elementos que pueden ayudar a moderar la inflación, cabe decir que una intensificación de la desaceleración económica en marcha puede ser uno de ellos.

Por primera vez en una desaceleración hay un claro margen de actuación de la política fiscal, lo que lleva a plantear la necesidad de adoptar medidas adecuadas

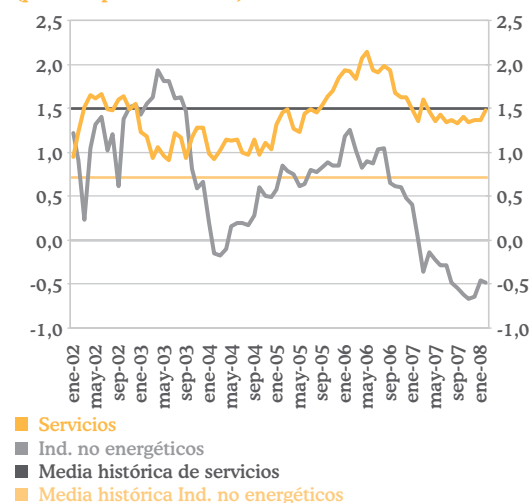
Son muchas las diferencias que separan a España de la situación económica en la que se encontraba en anteriores desaceleraciones, y una muy relevante es el margen de actuación de la política fiscal. Las AAPP han obtenido los últimos tres años superávit, que ha alcanzado el 2,2% del PIB en 2007. Estas cifras contrastan con el déficit de 0,6 puntos del PIB en 2001-02 y, sobre todo, con el déficit del 4% del PIB en 1992, antes de la última recesión. La economía española cuenta, así, con un margen de actuación relevante para impulsar cíclicamente la economía mediante una expansión fiscal.

Considerando el escenario central de crecimiento del SEE BBVA, se estima que el superávit público se acercará en 2008 al 0,3% del PIB y podría ser levemente negativo en 2009. Estas previsiones no incorporan el efecto de posibles medidas de política fiscal discrecional que se

² Un 4,6% según el indicador adelantado del IPC Armonizado de marzo, último dato conocido en la fecha de cierre de este informe.

Gráfico 2.9.

Diferencial de inflación España-UEM, IPC-Armonizado (puntos porcentuales)

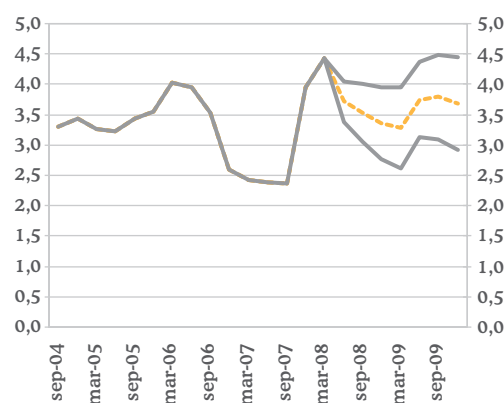


Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.10.

España, inflación

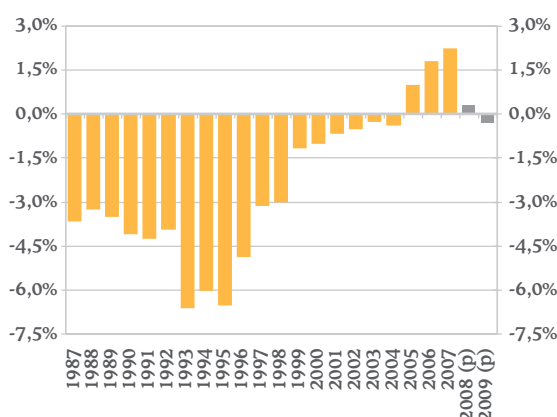
(Tasa de crecimiento interanual, perfil trimestral)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.11.

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



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.12.

Deficit público manteniendo constante el nivel de deuda

(En porcentaje del PIB)

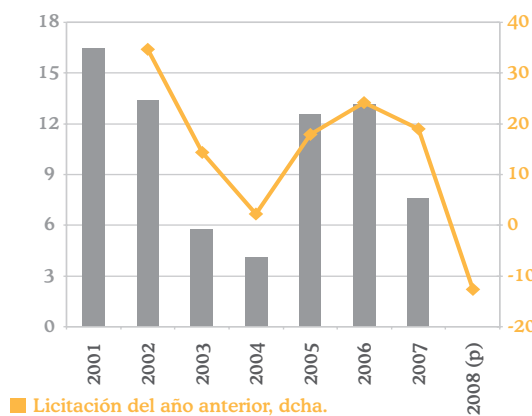


■ Límite PDE
 ■ Deficit ajustado al nivel actual de deuda (36,2%)
 Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.13.

Inversión Pública y Licitación

(crecimiento anual en %)



■ Licitación del año anterior, dcha.
 ■ Inversión
 Fuente: SEOPAN y SEE BBVA

podrían anunciar, aparte de la devolución de IRPF anunciada para el mes de junio de 400 euros por declaración, que se asume que se repetirá en 2009. Estas cifras permitirían continuar con la senda de reducción del saldo de deuda pública en porcentaje del PIB, por lo que se podría incurrir en déficit adicionales manteniendo el ratio de deuda y sin alcanzar el 3% de déficit establecido como límite en la UEM.

Una política fiscal anticíclica debería cumplir tres criterios³. El primero, tener una implementación rápida para llegar a tiempo a compensar la desaceleración cíclica. El segundo, que se plantee como una medida temporal, que se pueda retirar una vez que el ciclo mejore, de tal manera que no exista un deterioro fiscal a largo plazo y se eviten impactos sobre las expectativas de tipos de interés a largo plazo. Y, finalmente, que se trate de medidas eficaces, es decir, con un impacto relevante sobre el gasto final por cada punto de déficit adicional.

En los últimos tiempos, a nivel internacional pero sobre todo en Europa ha prevalecido la visión en los bancos centrales y organismos internacionales de que no es conveniente llevar a cabo una política anticíclica discrecional. Esta postura se justifica con el argumento de que los estabilizadores automáticos cumplen bien el papel de actuar de forma rápida y sólo temporalmente ante cambios cíclicos, y porque las políticas de estímulo fiscal llevadas a cabo en el pasado, durante los años 80, fueron asimétricas, sin ajuste en los buenos tiempos para compensar la expansión realizada en los malos. También se argumenta que el tiempo que pasa desde que se reconoce el deterioro de la situación económica hasta que las medidas de política tienen un efecto real es demasiado largo. Se exigen debates en el parlamento, y se producen retardos en la aprobación e implementación, lo que puede hacer que las medidas no sean tan efectivas o, incluso, contraproducentes si llegan cuando la situación cíclica empieza a cambiar.

En la práctica, durante la década de los años 90 no hubo mucho margen para políticas anticíclicas por el esfuerzo de cumplimiento de los Planes de Convergencia para llegar a la Unión Monetaria Europea. Más recientemente, en la década actual, ha vuelto a haber una cierta relajación en Europa, con déficit altos en algunos países (Francia e Italia entre otros) que no han ajustado lo suficiente las cuentas públicas a una situación económica en clara mejoría. El caso de Alemania es mejor, con equilibrio presupuestario alcanzado en 2007, aunque sólo tras dos años con crecimiento alto, por encima de su potencial.

En España hay argumentos para llevar a cabo una política anticíclica más allá de los estabilizadores automáticos. En primer lugar, en una Unión Monetaria con política monetaria común y con ciclos no sincronizados (algo a lo que empieza a parecerse la situación actual, con una resistencia mayor a la desaceleración en Alemania que en otros países de la zona), la política fiscal es el único instrumento de respuesta rápida para estabilizar la economía en países concretos. En segundo lugar, en países en los que se han acumulado superávits y ha bajado la deuda en las etapas de crecimiento elevado, como es España, hay margen de actuación. Sobre todo si hay una regla de política fiscal que asegure la sostenibilidad a largo plazo, y que haga que los efectos negativos sobre los tipos de interés a largo plazo, a través de un efecto expectativas, sean menores. Finalmente, en España los estabilizadores automáticos son probablemente menores que en otros países de la zona (seguros de desempleo inferiores que la media europea, sobre todo en duración, y menores tipos marginales de IRPF).

El hecho de que en Europa no haya habido políticas anticíclicas eficaces no quiere decir que no sean posibles o deseables. Estados Unidos ha dado buenos ejemplos de ello. Los análisis detallados de episodios

³ Véase Elmendorf y Furman (2008): "If, When, How: A primer on fiscal stimulus", The Hamilton Project, Strategy Papers.

de política discrecional en Estados Unidos ayudan, además, a sacar conclusiones sobre lo que debería ser una buena política anticíclica en términos de los criterios citados anteriormente de adecuación temporal, temporalidad y eficiencia.

La principal medida de política fiscal discrecional anunciada hasta ahora en España es de una magnitud limitada. Nos referimos a la devolución de 400 euros a los contribuyentes de IRPF, que representa un 0,5% del PIB. El impacto de esta medida sobre el crecimiento es difícil de evaluar hasta que no se conozcan sus detalles (qué contribuyentes se beneficiarán, si la devolución se llevará a cabo en un momento dado o a lo largo del año, si tendrá carácter temporal o permanente...). Un cálculo preliminar de dicho impacto utilizando la función de consumo del SEE BBVA sugiere un efecto alcista sobre el consumo de los hogares de entre 0,2 y 0,3 pp al alza. En cualquier caso, el impacto sería tanto mayor cuanto más dirigida esté la medida a aquellos sectores de la población con menor propensión al ahorro (a través de un techo de renta), si se aplica en el momento más adecuado y si tiene un carácter temporal, para no generar un deterioro del déficit estructural.

Otras medidas de tipo anticíclico son posibles, cada una con características propias. Algunas de ellas ha sido ya mencionada en el debate público:

- Reducción de los tipos marginales del IRPF: en principio, no sería una medida temporal, y requeriría un período de implementación lento. Tendría un mayor impacto a corto plazo si se aplicase sobre todo a los tramos bajos de renta (los que tienen mayor propensión al consumo). Las bajadas generalizadas de tipos marginales tienen más sentido como política de oferta a largo plazo más que como política anticíclica.
- Aumento del gasto público en infraestructuras o en vivienda social: en principio, tiene la ventaja de ser una medida temporal y con un impacto directo en el gasto final, además de contribuir a elevar la capacidad productiva de la economía. Los retardos de implementación pueden ser variables, según el tipo de inversión, pero, en principio, puede ser una medida relativamente rápida. La inversión realizada por las AAPP viene aumentando su importancia en los últimos años al representar en 2007 el 3,8% del PIB, siete décimas más que al comienzo de la década, pero la evolución de la licitación pública, indicador adelantado de la inversión efectivamente realizada, como se comprueba en el gráfico 2.13, es una señal de alarma al haber caído el 13% en 2007 (si bien es cierto que esta caída es debida, al menos en parte, al ciclo electoral). Si la inversión se dedica a la promoción de vivienda social, parecería adecuado que fuese a vivienda de alquiler, para promover dicho mercado y evitar caídas de precios en un momento de exceso de oferta de vivienda.
- Extensión del seguro de desempleo a determinados colectivos de parados: su eficiencia sería muy alta al recaer sobre un colectivo con alta propensión a consumir, y su aplicación es automática. Para limitar el impacto sobre el déficit estructural y reducir los desincentivos al trabajo en el largo plazo es necesario que sea una medida temporal.
- Reducción temporal de las cuotas a la Seguridad Social de los trabajadores con salarios por debajo de un cierto límite. También sería una medida eficiente y rápida, con un impacto más complementario al de la extensión del seguro de desempleo (al aplicarse a colectivos distintos). El efecto sobre la sostenibilidad de las pensiones sería mínimo si la medida es temporal y, en cualquier caso, podría compensarse a través de una transferencia por parte del Estado al Fondo de Pensiones.

3. Los factores de riesgo que pueden agudizarse en el futuro

Algunos de los factores de riesgo presentes en la economía pueden agudizarse en los próximos meses. En particular, preocupan, por un lado, la extensión de la crisis financiera y, por otro, la posibilidad de que la corrección a la baja de la actividad del sector de la construcción residencial se acentúe ante un deterioro de las expectativas. Por ello, parece razonable establecer las previsiones de crecimiento en términos de rangos.

Factores de riesgo a vigilar: la extensión e intensidad de la crisis financiera y un mayor ajuste del sector inmobiliario

Una vez que se ha identificado que el deterioro del entorno externo implica una revisión a la baja del crecimiento de la economía española, es importante señalar que el panorama no está exento de riesgos que pueden o no agudizarse en los próximos meses. Por ello, resulta razonable establecer las previsiones en términos de rangos que traten de acotar la incertidumbre a la que se enfrenta la economía. En este caso, determinar una tendencia central de crecimiento va a ser útil únicamente para referenciar un cuadro macroeconómico detallado, como se hará al final de esta sección.

¿Cuáles son los factores de riesgo que tienen más probabilidad de agudizarse? Indudablemente hay dos factores claves de atención al comenzar el año 2008. El primero de ellos es la intensidad y duración de la crisis financiera. El segundo la posibilidad de un mayor ajuste en el sector inmobiliario a medida que se deterioran las expectativas.

En relación con el primer factor, en la medida en que las dificultades de acceso a la financiación se mantengan y se prolonguen las tensiones de liquidez, el impacto final sobre el crecimiento económico va a ser mayor. Esto es particularmente importante para la economía española. En los últimos años, las necesidades de financiación se han ampliado significativamente. En gran medida éstas son el reflejo de algunos de los comportamientos más característicos de los agentes económicos: la mayor inversión en vivienda por parte de los hogares, por un lado, y un significativo impulso en la inversión exterior de las empresas, por otro. Así, el aumento de la inversión doméstica ha venido acompañado de un incremento de las necesidades de financiación de la cuenta corriente que en 2007 se situaron en 96 mil millones de euros, un aumento significativo frente a los 57 mil de 2004. La dinámica de acumulación de activos financieros en el exterior implica aumentar adicionalmente las necesidades de financiación de la economía. Sus volúmenes, además, son elevados. En 2007 éstas necesidades se situaron en 83 mil millones de euros, es decir, muy cercanas a las derivadas de la cuenta corriente. En un contexto de menor crecimiento mundial y de moderación de las cifras de inversión, cabe esperar que esta acumulación de activos se modere en 2008 hacia cifras entre 64 y 84 mil millones de euros en 2008, siempre en escenarios razonables en los que se está asumiendo distinto grado de intensidad del choque financiero global. En realidad, como refleja el cuadro adjunto, esto implica que la economía española se enfrenta a una variación neta de pasivos financieros muy elevada, aun descontado de ella el volumen de inversión directa que llega a nuestro país (muy estable, y en torno a los 20 mil millones de euros)¹. Por ello, un choque financiero que se agudice y se extienda significativamente en el tiempo tendrá, indudablemente, una repercusión en términos de crecimiento sobre la economía española.

Cuadro 3.1. Variación neta de pasivos financieros de la economía española

En miles de millones de euros

	Financiación de la cuenta corriente (1)	Adquisición neta de Activos Financieros (2)	Variación neta de Pasivos Financieros (3)	Inversión Directa Extranjera en España (4)	Variación neta de Pasivos Financieros ajustada (5=3-4)
2004	57	96	153	20	133
2005	75	151	226	20	206
2006	96	145	240	16	225
2007(e)	96	83	179	21	159
2008(p)	38-89	64-84	103-173	14-18	89-155

Fuente: SEE BBVA

¹ Solo se están contemplando las necesidades netas de financiación, pero a ellas habría que añadir los vencimientos de deuda para obtener las necesidades de financiación totales. Estos vencimientos totales superaron en 2007 los 200 mil millones de euros y lo volverán a hacer en 2008.

Si se prolonga adicionalmente la crisis financiera, puede haber un impacto significativo a la baja sobre el crecimiento de la economía

El primero de los factores de riesgo que podrían agudizarse es la extensión y finalidad del choque financiero. Para poder estimar las consecuencias que un choque financiero duradero podría tener sobre el crecimiento económico se identifica una variable que permita aproximar el choque actual. Dado que entre las consecuencias de la actual crisis se encuentra el tensionamiento de las condiciones financieras en los mercados mayoristas, un buen indicador de las mismas lo constituye el *spread* entre el tipo de interés interbancario y la Letra del Tesoro al plazo de 3 meses (TED *spread*). En el gráfico se recoge con frecuencia trimestral la evolución de este *spread*. Como se observa, hay que remontarse hasta 1993, en plena recesión y crisis del Sistema Monetario Europeo para encontrar niveles de tensión financiera tan elevados como los actuales. De hecho, aunque en el primer trimestre de 2008 el *spread* se ha moderado frente a la media del cuarto trimestre, lo cierto es que las tensiones financieras, que parecían remitir tras el máximo alcanzado en el mes de diciembre (en los 100 puntos básicos, pb) han vuelto a resurgir, y permanecen muy por encima de los niveles considerados como normales en los momentos previos al pasado verano, en el entorno de los 14 pb.

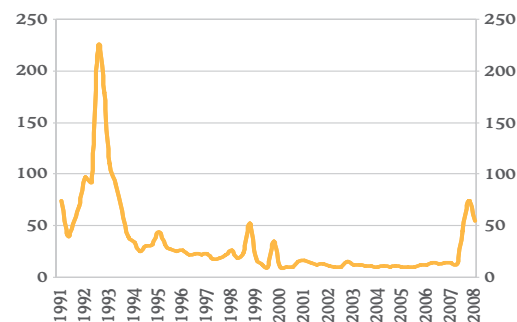
En un ejercicio de simulación² se obtienen los efectos que la persistencia de esta crisis financiera puede tener sobre la economía española en términos de menor crecimiento del PIB. Para ello, se asumen dos escenarios de distinta duración de las tensiones financieras. En el primero, de resolución más rápida, el *spread* se mantiene en niveles "elevados" (en 50 puntos básicos) en promedio durante los dos primeros trimestres del año, para moderarse a continuación hasta alcanzar un nivel estable a mediados de 2009, aunque por encima del existente con anterioridad a la crisis en un nivel en el entorno de los 30 pb. En un segundo escenario, las tensiones financieras se mantienen hasta el cuarto trimestre de 2008 (también en los 50 pb), y retoman a un nivel más bajo posteriormente, pero también por encima del anterior a la crisis. El retorno al mismo se produciría de una forma no tan rápida y ligeramente superior a la obtenida en el escenario anterior.

Pues bien, en ambos escenarios se obtiene una moderación muy relevante del crecimiento del crédito, mayor, como es lógico, en el caso del escenario de tensiones más persistentes. En concreto, en el escenario de resolución más corta de la crisis financiera, el crecimiento del crédito se reduciría en torno a dos puntos porcentuales (pp) frente a una situación de ausencia de tensiones. En el escenario de persistencia de la crisis durante todo 2008, el menor crecimiento del crédito de la economía española se concreta en 4,2 pp y 6,6 pp de menor expansión en 2008 y 2009, respectivamente, frente a un escenario sin tensiones. Con todo, el impacto de estos escenarios sobre el PIB es significativo: una crisis financiera de la magnitud y la intensidad descrita tendría un coste en términos de PIB que iría desde el medio punto en cada uno de los años, en el caso de una resolución rápida de la crisis (0,5 y 0,4 pp en 2008 y 2009, respectivamente) hasta el entorno de un punto porcentual de persistir las tensiones durante todo 2008 (0,8 pp en 2008 y 1,1 pp en 2009).

El canal del crédito a través del cual opera este tipo de choque implica una restricción de oferta de esta variable. La moderación del crédito registrada hasta la fecha parece responder, principalmente, a variables de demanda. La evidencia de una restricción de oferta es muy preliminar, aunque es cierto que las últimas Encuestas de Condiciones de Préstamos Bancarios recogen un endurecimiento en las condiciones de concesión que reflejan, por parte de las entidades, una cierta reevaluación del riesgo que asumen.

Gráfico 3.1.

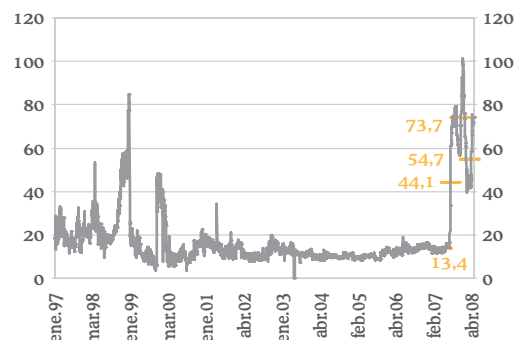
España, TED *spread* en puntos básicos (Interbancario-Letra del Tesoro)



Fuente: Banco de España, Bloomberg y SEE BBVA

Gráfico 3.2.

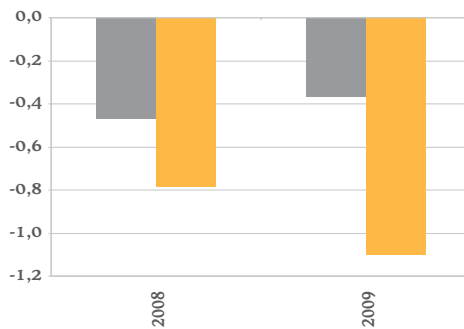
España, TED *spread* en puntos básicos (Interbancario-Letra del Tesoro)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.3.

España, efecto de la crisis financiera sobre el PIB (puntos porcentuales)

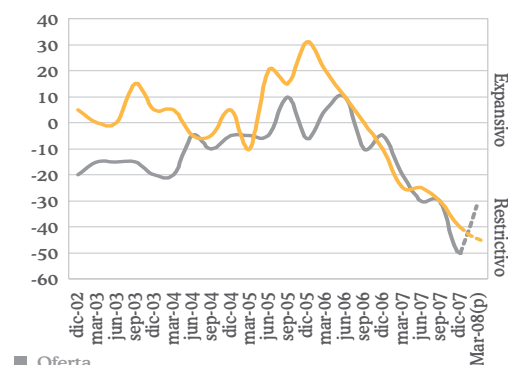


■ Con shock de spread hasta junio-08
■ Con shock de spread hasta dic-08

Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.4.

Encuesta sobre préstamos bancarios
Crédito a la vivienda



■ Oferta
■ Demanda

Fuente: SEE BBVA

² Para una descripción teórica sobre el ejercicio de simulación, ver recuadro "Impacto de una perturbación financiera adversa en España".

Impacto de una perturbación financiera adversa en España

Desde mediados de 2007 se ha observado una fuerte tensión en los mercados financieros mundiales que se ha traducido en un mayor coste de la financiación y en una reducción en los volúmenes prestados. Estos hechos han afectado también a los mercados financieros europeo y español.

En este contexto, resulta muy relevante conocer cómo y en qué magnitud estas tensiones en los mercados financieros mayoristas pueden afectar a la financiación minorista y a la actividad económica.

Para cuantificar el efecto que estos sucesos pueden tener sobre la economía española, utilizamos un VAR (modelo de vectores autorregresivo). El modelo tiene la siguiente estructura dinámica:

$$y_t = C + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + B_1 r_{t-1} + B_2 r_{t-2} + e_t$$

donde el vector de variables endógenas y_t incluye: PIB real (en logaritmo), tasa de inflación, *spread* entre la tasa del mercado interbancario a tres meses y la Letra del Tesoro a tres meses, y préstamos totales en términos reales. La variable r_t es el tipo de interés de la Letra del Tesoro a tres meses que se incluye como variable de control.¹ C , A_1 , A_2 , B_1 y B_2 son matrices de parámetros que se han estimado por MCO con datos trimestrales desde el año 1993.

Utilizando este modelo, podemos aislar el efecto de una perturbación financiera adversa y cuantificar su impacto sobre las variables macroeconómicas más relevantes.

En un VAR, las perturbaciones estructurales no son identificables de manera directa. Por ello, se recurre a un esquema de identificación que permita rescatar tales perturbaciones a partir de los errores del modelo (e_t). La identificación de las perturbaciones no resulta trivial ya que diferentes métodos pueden arrojar resultados muy distintos. En este trabajo hemos utilizado el esquema de identificación mediante restricciones de signo.² Lo que resulta atractivo de éste esquema es que, si las restricciones son apropiadas, resulta compatible con las implicaciones típicas de los DSGE (modelos así conocidos por las siglas en inglés de modelo de equilibrio general dinámico estocástico), una característica que no es compartida por otros métodos de identificación. A su vez, este esquema es muy flexible al imponer restricciones muy laxas para la identificación. En este modelo, definimos una perturbación financiera adversa como aquella que genera de forma simultánea un aumento del *spread* entre el tipo interbancario y el libre de riesgo, y una

moderación en la tasa de crecimiento de los préstamos en términos reales.³ Esta perturbación financiera adversa debe entenderse como un choque adverso en la oferta del sector bancario, produciéndose de forma simultánea una contracción del volumen prestado y un aumento de la prima por financiación interbancaria.

En el gráfico 1 podemos ver la respuesta de las principales variables macroeconómicas ante la perturbación que hemos identificado. El tamaño de esta perturbación se ha normalizado de manera que el *spread* aumente en 30 puntos básicos (pb) en media en el primer trimestre.⁴ Aunque en este análisis la perturbación se produce por una única vez, sus efectos no se agotan de manera inmediata sino que presenta una persistencia de entre dos y tres años.

Ante esta perturbación, la moderación en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos es de alrededor de cinco puntos porcentuales (pp) en promedio en el primer año (moderación respecto del escenario en ausencia de cualquier perturbación), y de algo más de 3 pp en el segundo. La tasa de crecimiento interanual del PIB se modera en 1pp en promedio en el primer año y 0.6 pp en el segundo.⁵

Un ejercicio para la coyuntura actual

Una vez construida y estimada esta herramienta econométrica, nos planteamos utilizarla para analizar la coyuntura española en el corto plazo. En este sentido, combinamos la información de las funciones de impulso respuesta expuesta más arriba con las previsiones del modelo.

Utilizando la información disponible hasta el cuarto trimestre de 2007, proyectamos las variables endógenas del modelo para los próximos dos años sin imponer ningún tipo de perturbación adicional.⁶ El modelo prevé que después de los altos niveles del *spread*, éste retorne en poco tiempo a valores más bajos con un impacto moderado sobre el resto de variables económicas. Esta rápida normalización ya se ha evidenciado en otros períodos en los que esta variable ha repuntado, por lo que el modelo está recogiendo bien la dinámica histórica. Sin embargo, nuestra hipótesis es que los problemas financieros tendrán esta vez una duración mayor que la observada en los períodos recientes de incertidumbre financiera. Por ello, realizamos el siguiente ejercicio: sobre el pronóstico incondicional del modelo, adicionamos el impacto de una perturbación financiera adversa de manera tal que, en un caso, el *spread* permanezca en niveles de 50pb hasta mitad de año para luego descender gra-

¹ El tipo de interés se supone un regresor exógeno al sistema, ya que está determinado en mayor medida por la política monetaria del BCE que se establece según las condiciones macroeconómicas de toda la zona Euro. Para el período anterior a la moneda única, las restricciones macroeconómicas para converger al Euro implicaban un tipo de interés altamente influido por condiciones exógenas a España. De todas maneras se realizó un ejercicio de robustez en el que se incluyó al tipo de interés como una variable endógena sin una modificación sustancial en los resultados.

² Para un mayor detalle respecto al esquema de identificación mediante restricciones de signo que hemos utilizado en este trabajo véase Harald Uhlig, "What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure", *Journal of Monetary Economics* No. 52, 2005.

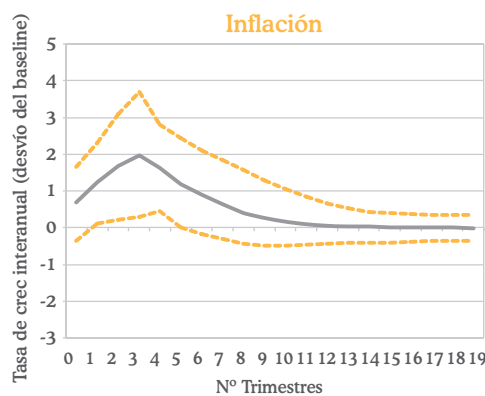
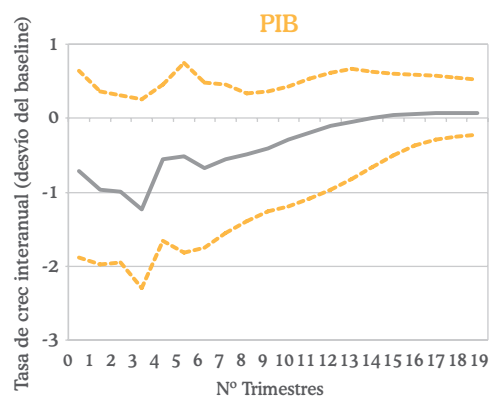
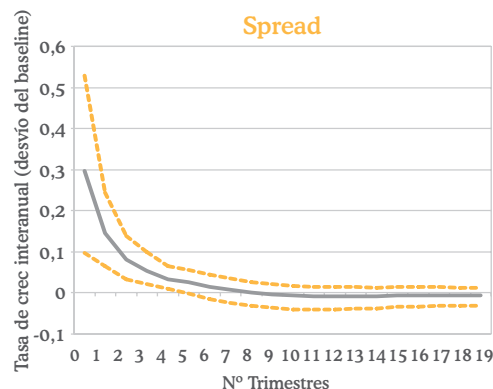
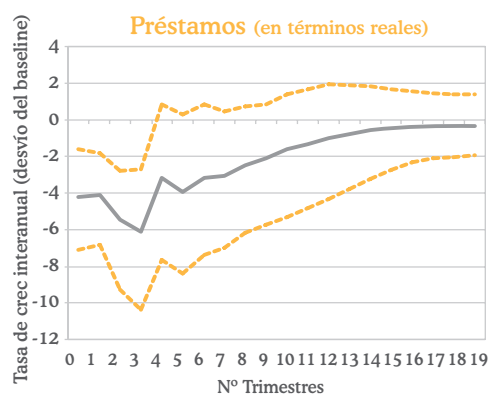
³ En otras palabras, las condiciones de signo que se imponen para la identificación de la función impulso-respuesta del *spread* ante este shock es positiva, mientras que la de los préstamos reales es negativa.

⁴ La respuesta del *spread* y de las demás variables está en desvío del escenario en ausencia de shocks (*baseline*).

⁵ Nótese que no se ha impuesto ningún signo en la respuesta del PIB y que, sin embargo, se mueve en la dirección esperada. Es importante señalar que el intervalo de confianza es amplio, por lo que no es posible descartar una respuesta no significativa de esta variable.

⁶ A su vez es necesario contar con previsiones del tipo de interés de la letra del tesoro a 3 meses, que suponemos igual a nuestras previsiones del tipo Refi del BCE.

Gráfico 1: Funciones de respuesta ante un shock financiero adverso de 30pb en media.
(intervalo de 68% de probabilidad central)

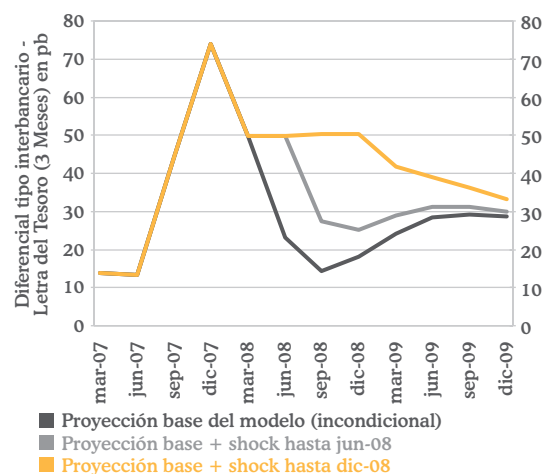


Fuente: SEE BBVA

dualmente según su propia dinámica, y en otro caso, que las tensiones perduren hasta finales de 2008, con un nivel de spread en 50pb hasta final de año. Las diferencias de estos dos escenarios pueden verse con claridad en el gráfico 2. En estos dos casos, el impacto en 2008 sobre la economía de la persistencia de las turbulencias financieras es de 0,5 pp de PIB para el fin de las tensiones a mediados de este año, y de 0,8 pp para una mayor persistencia de las turbulencias financieras.

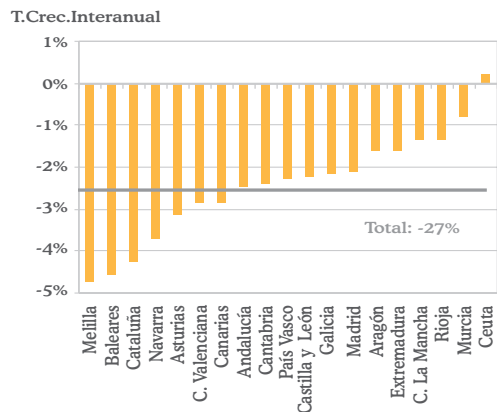
En conclusión, el ejercicio econométrico llevado a cabo muestra evidencia a favor de la percepción general de que el endurecimiento de las condiciones financieras afecta adversamente al nivel de actividad y que, por lo tanto, es de esperar que las tensiones financieras actuales vayan acompañadas de tasas de crecimiento menores a las previstas con anterioridad. Además, el impacto sobre la economía será mayor mientras más duradero sea este período de tensión e incertidumbre.

Gráfico 2: Proyecciones del Spread en diferentes escenarios.



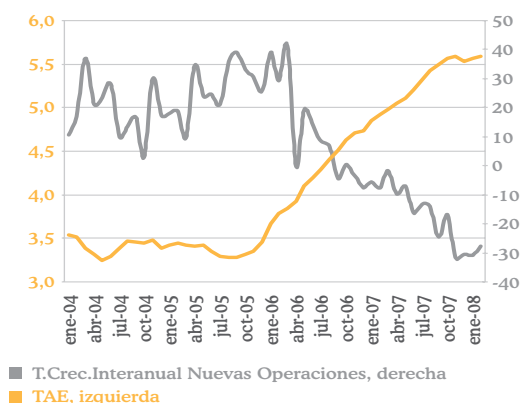
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.5.
Compraventa de viviendas, ene-08



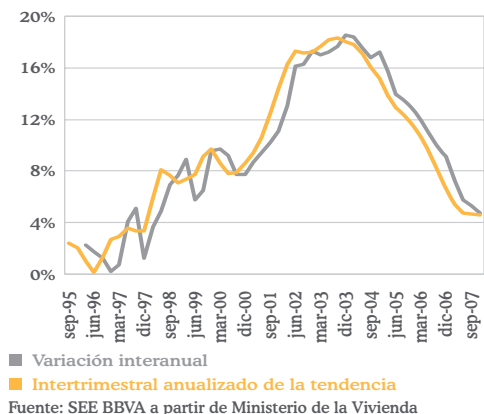
Fuente: INE, ETDP

Gráfico 3.6.
Nuevas operaciones de crédito a la adquisición de vivienda (%)



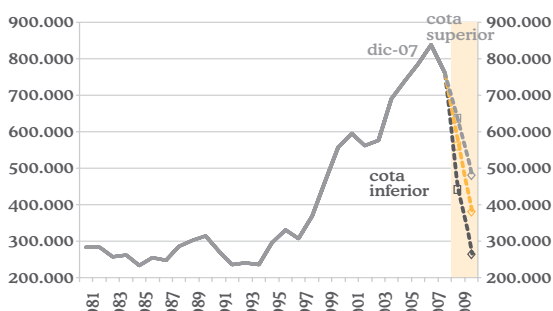
Fuente: Banco de España

Gráfico 3.7.
Crecimiento del precio de la vivienda



Fuente: SEE BBVA a partir de Ministerio de la Vivienda

Gráfico 3.8.
Visados de vivienda (obra nueva). Escenarios alternativos



Fuente: Ministerio de Fomento y SEE BBVA

El sector inmobiliario se podría enfrentar a una fase de mayor ajuste si se produce un notable deterioro de las expectativas

Los datos más recientes del sector inmobiliario en España indican una intensificación del proceso de ajuste iniciado hace dos años. Por el lado de la demanda residencial, ésta viene mostrando síntomas de moderación desde 2005, el año de la máxima creación de hogares, el mayor crecimiento del empleo y los mínimos tipos de interés para la adquisición de vivienda del último ciclo. A partir de entonces, el alto nivel alcanzado por el endeudamiento familiar y las subidas de los tipos de interés desembocaron en un deterioro de la accesibilidad a la vivienda. Actualmente, una vez descontados los impuestos, las familias tienen que dedicar el 26% de sus ingresos al pago de un préstamo para adquirir una vivienda media en las condiciones financieras actuales, a un interés 2,3 puntos porcentuales superior al mínimo registrado, habiéndose producido la mayor parte del incremento (1,9 pp) en los dos últimos años. Este proceso se ha reflejado en las transacciones de vivienda, que experimentaron una caída en el acumulado de 2007 del 14%. También se pueden apreciar sus efectos en las nuevas operaciones de crédito a la adquisición de vivienda, que cayeron un 15% en el año 2007.

La oferta comenzó a dar signos claros de debilitamiento desde mediados de 2007 y se está corrigiendo más intensamente que la demanda, algo necesario de cara a evitar un incremento en el stock en venta de viviendas. Así, en el mes de diciembre los visados de obra nueva mostraban una caída del 25%, pasando de los 866 mil en 2006 a cerrar 2007 en 651 mil (corregidos de CTE).³

En este entorno de corrección de cantidades, los precios de la vivienda han continuado el ajuste que iniciaron desde finales de 2003. De hecho, los precios llevan 16 trimestres consecutivos de desaceleración gradual, desde el 18,5% interanual hasta un 4,8% a finales de 2007. Aunque en los últimos meses se está acelerando la corrección de los precios, lo más destacable es el hecho de que la desaceleración está siendo mucho más suave que en anteriores ajustes inmobiliarios en España, y que la experimentada por el resto de países desarrollados que han tenido expansiones inmobiliarias similares.

Durante 2008 es de esperar que continúen las tendencias actuales, con un ajuste más intenso en cantidades y relativamente más moderado en los precios. Por el lado de la demanda, las familias van a contar como soporte con una leve mejoría en los ratios de accesibilidad. En primer lugar, es de esperar que el Banco Central Europeo reduzca los tipos de interés, a partir de septiembre, alrededor de 50 puntos básicos. Este factor, unido al menor vigor del precio de la vivienda, provocará una mejoría de los ratios de accesibilidad. Ahora bien, ésta será menor de lo esperado en el pasado otoño, dado el retraso en la bajada de tipos del BCE. Estos factores positivos, además, se verán contrapeados por la menor holgura de las condiciones crediticias a resultas de la situación financiera internacional, lo que podría frenar la concesión de operaciones hipotecarias con un perfil de riesgo más elevado a priori.

No obstante, desde el verano de 2007, la desaceleración económica global vinculada a una situación financiera turbulenta ha llevado a un deterioro de las expectativas de los agentes de mercado, que prolongará el debilitamiento de la compra-venta de vivienda. De este modo, la evolución de la economía y la del empleo van a ser factores clave para determinar la situación del sector en los próximos años.

La oferta continuará la actual corrección hasta alcanzar un tamaño más acorde con el crecimiento potencial del mercado. Por tanto, es de esperar que los visados no sobrepasen el entorno de 500 mil este año y los 320 mil durante 2009. En esta situación de ajuste de cantidades,

³ Código Técnico de Edificación, cambio reglamentario que introdujo un sesgo en la serie de visados.

los precios de la vivienda mantendrían su senda de ajuste gradual, con variaciones interanuales negativas desde finales de 2008.

Con todo, es importante destacar que la actual corrección se continúa produciendo en un contexto relativamente favorable cuando se compara con los ajustes inmobiliarios anteriores. Varios son los factores de soporte con los que cuenta el mercado: unas familias con una situación patrimonial muy sólida y que se verán beneficiadas, finalmente, por la relajación de la política monetaria, una creación de hogares de residentes y no residentes sostenida, un sistema financiero solvente y fuertemente provisionado y un sector público con una posición fiscal que permite llevar a cabo, eventualmente, políticas contra-cíclicas.

Ahora bien, el ajuste del sector podría agudizarse en el caso de que se produzca un deterioro notable de las expectativas. En este caso, la corrección a la baja podría ser mayor a la anticipada, añadiendo incertidumbre a la economía. No hay que olvidar que las expectativas pueden tener un efecto acelerador en el ajuste, generando una excesiva reacción a la baja.

El impacto sobre la economía de un ajuste más agudo del sector inmobiliario

Para medir el impacto que la intensificación del proceso de ajuste del sector inmobiliario puede tener sobre la economía en general, y sobre las restantes ramas de actividad en particular, se estima un modelo que analiza las interrelaciones existentes entre el Valor Añadido Bruto (VAB) y el empleo del sector de la construcción con el VAB y el empleo del resto de la economía.⁴

En los ejercicios planteados, el impacto del choque inmobiliario sobre el crecimiento económico se obtiene como la diferencia entre la predicción del crecimiento del PIB condicionada a la tendencia de largo plazo de la inversión en construcción (que no incorpora una ralentización del sector residencial) y la condicionada a distintos escenarios de evolución futura de la inversión en vivienda.⁵ Así, se han diseñado tres escenarios (Cuadro 3.2.):

1º. La inversión residencial cae el 3,5% en 2008 y el 7,0% en 2009, siguiendo las previsiones del SEE BBVA de diciembre de 2007.

2º. El ajuste del sector se intensifica y los visados de vivienda vuelven a su promedio de la segunda mitad de la década de los 90, lo que se plasma en una disminución de la inversión residencial del 5,5% en 2008 y del 11,3% en 2009.

3º. El número de viviendas visadas retorna a su promedio de la primera mitad de la década de los 90, lo que provocaría una reducción de la inversión residencial del 9,5% en 2008 y del 17,7% en 2009.

Los resultados del modelo indican que el efecto sobre el PIB será acotado en el corto plazo (año 2008) y más intenso en el medio plazo (2009). Esta implicación es consistente con el hecho de que en aquellos países, como España, en donde predomina la construcción de vivienda en bloque, la inercia de la inversión en residencial es mayor, por lo que la magnitud del impacto contemporáneo de una disminución del número de viviendas iniciadas es comparativamente reducida.⁶

⁴ El modelo utilizado ha sido un VAR bayesiano con coeficientes variables en el tiempo. Además de las variables de actividad y empleo, el modelo considera el comportamiento del precio de la vivienda, los precios de los bienes de consumo y los tipos de interés.

El ámbito temporal de la muestra empleada se extiende desde el primer trimestre de 1988 hasta el cuarto de 2007. Para una explicación detallada del método de estimación, véanse: Doan, T., R. Litterman y C. Sims (1984), "Forecasting and conditional projection using realistic prior distributions", with discussion, *Econometric Reviews*, 3, 1-144, y Canova, F. (2007), *Methods for Applied Macroeconomic Research*, Princeton University Press.

⁵ La inversión residencial viene determinada por el número de viviendas visadas en el año actual y en los precedentes. La imposibilidad de disponer de series de empleo exclusivas del sub-sector de vivienda obliga a que cada escenario de inversión residencial se transforme hasta llegar a un escenario de inversión total en el sector de la construcción.

⁶ Véase: "Edificación y ajustes inmobiliarios en otras economías desarrolladas". Situación Inmobiliaria, diciembre 2007, 7-8, SEE BBVA

Cuadro 3.2. Inversión residencial.

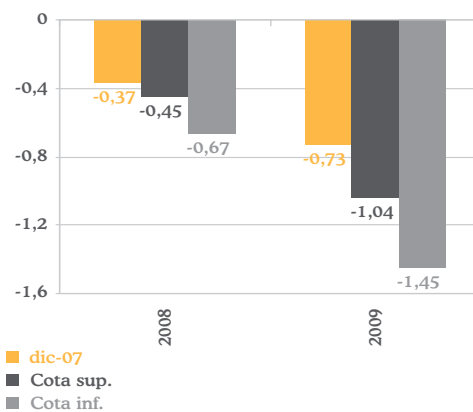
Escenarios 2008-2009 (% crecimiento anual)

	Tendencia	Previsiones	Previsión actual	
		diciembre-2007	Cota superior	Cota inferior
2008	4,2	-3,5	-5,5	-9,5
2009	3,6	-7,0	-11,3	-17,7

Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.9.

Construcción. Impacto sobre el PIB total. Diferencias con respecto a la tendencia de largo plazo de la inversión en construcción (pp)

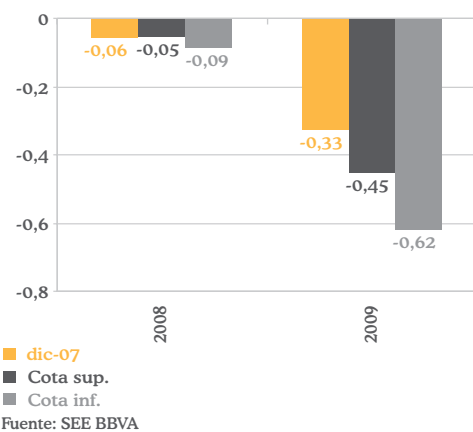


Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.10.

Impacto sobre el PIB excluida construcción

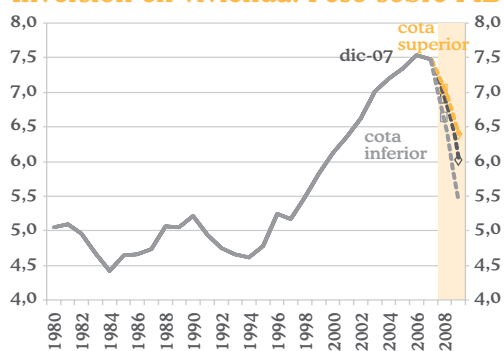
Diferencias con respecto a la tendencia de largo plazo de la inversión en construcción (pp)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.11.

Inversión en vivienda. Peso sobre PIB (%)



Fuente: INE y SEE BBVA

Cuadro 3.3. España, previsiones del mercado laboral (EPA)

	2007	2008		2009	
		C. Inf.	C. Sup.	C. Inf.	C. Sup.
Ocupados totales (miles)	20356,0	20442,0	20635,2	20245,7	20778,4
Variación en miles	608,3	86,0	279,3	-196,3	143,1
Variación en %	3,1	0,4	1,4	-1,0	0,7
En Construcción (miles)	2697,4	2532,4	2592,4	2245,5	2364,7
Variación en miles	154,4	-165,0	-105,0	-286,9	-227,7
Variación en %	6,1	-6,1	-3,9	-11,3	-8,8
En el resto de la economía (miles)	17658,6	17909,6	18042,9	18000,2	18413,7
Variación en miles	453,9	251,0	384,3	90,6	370,8
Variación en %	2,6	1,4	2,2	0,5	2,1
Desempleo (miles)	1833,93	2208,02	2109,42	2689,30	2375,69
Variación en miles	-3,2	374,1	275,5	481,3	266,3
Variación en %	-0,2	20,4	15,0	21,8	12,6
Población activa (miles)	22189,9	22650,0	22744,7	22935,0	23154,1
Variación en miles	605,1	460,1	554,8	285,0	409,4
Variación en %	2,8	2,1	2,5	1,3	1,8
Tasa de Paro	8,3	9,7	9,3	11,7	10,3

Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 3.12. Empleo. Contribuciones a la tasa de crecimiento (% a/a)

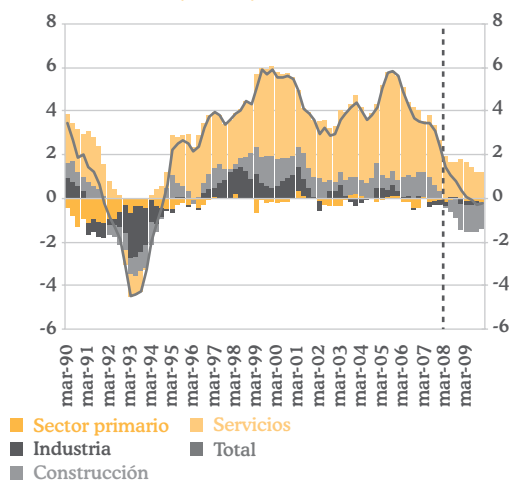
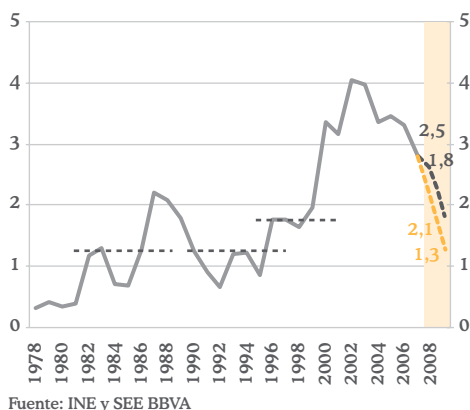


Gráfico 3.13. Población activa. Tendencia histórica y previsiones (% crecimiento anual)



El Gráfico 3.9. resume los efectos sobre la actividad de los distintos escenarios considerados. Si la oferta de vivienda se ajusta de forma gradual, tal y como pensábamos en diciembre del pasado año, *ceteris paribus*, el PIB disminuiría 0,4 puntos porcentuales en 2008 y 0,7 puntos porcentuales en 2009. Ello comparado con un escenario de crecimiento de la inversión en línea con su tendencia, que implicaría una tasa en torno al 4%. Sin embargo, los datos más recientes del sector inmobiliario indican una intensificación del proceso de ajuste. Si incorporamos al modelo la mayor corrección experimentada por el sector inmobiliario, el impacto sobre la economía en su conjunto se incrementaría hasta los [0,5-0,7] puntos porcentuales en 2008, alcanzando los [1,0-1,5] en 2009. Por lo tanto, el cambio de escenario entre diciembre y abril supone entre -0,1 y -0,3 pp menos de crecimiento en 2008, y entre -0,3 y -0,7 pp en 2009.

Dado que existen efectos de arrastre de la construcción sobre las restantes ramas de actividad de la economía, el efecto sobre el PIB del ajuste inmobiliario será la suma del impacto directo provocado por el freno del propio sector y del impacto inducido en las restantes actividades económicas. Al respecto, los resultados del modelo (Gráfico 3.10.) muestran que el efecto inducido sobre el VAB del resto de la economía es prácticamente nulo en 2008, independientemente del escenario considerado. Por el contrario, el efecto inducido es significativo en 2009: la intensificación del ajuste inmobiliario provoca que entre un 45% y un 62% de la disminución del crecimiento económico en 2009 sea consecuencia de la desaceleración indirecta del resto de la economía. Esto es, si el choque sobre el sector de la construcción no se agudiza, el resto de la economía crece en 2008 a tasas cercanas al 3%, en línea con su crecimiento tendencial, un reflejo de que sus fundamentos son relativamente sólidos. Ante una agudización del ajuste inmobiliario, el crecimiento del resto de la economía podría situarse en tan sólo un 2% en 2009.

Debido a la magnitud de la caída de la inversión residencial, su peso en el PIB se reducirá en 2008 y 2009 (Gráfico 3.11.). Si en diciembre de 2007 se estimaba que la participación de la inversión residencial en el PIB disminuiría 0,5 puntos porcentuales en 2008 y 0,6 en 2009, la intensificación del ajuste indica que la pérdida de peso de la inversión residencial será todavía mayor: entre 1,5 y 2,0 puntos porcentuales acumulados en 2008 y 2009.

Un impacto significativo sobre el empleo, que caerá en el sector de la construcción en 2008 y 2009. En la economía en su conjunto se seguirá creando empleo en 2008

Tal y como hemos visto en la sección precedente, el sector de la construcción está experimentando un significativo ajuste en términos de actividad. Esta mayor ralentización se traducirá en un impacto relevante sobre el empleo. Así, nuestras previsiones indican que se destruirá empleo en construcción, tanto en 2008 como en 2009. La cifra neta de empleos destruidos en el sector de la construcción en el conjunto de 2008 y 2009 podría variar entre los 333.000 y los 452.000 en función del grado de corrección del sector. Los restantes sectores de actividad en su conjunto, si bien reducen de modo significativo su tasa de creación de empleo, todavía exhiben cifras positivas. En 2008, la economía española excluida la construcción crearía empleo en un intervalo entre los 251.000 y los 384.000, mientras que en 2009 la creación de empleo fuera del sector de la construcción se reducirá hasta situarse entre los 91.000 y los 371.000 empleos, de acuerdo a las cotas inferior y superior de crecimiento económico⁶. Adicionalmente, cuando desagregamos por sector, obtenemos que sólo los servicios contribuirán positivamente a crear empleo en 2008 y 2009, aunque a un ritmo significativamente menor al de los años precedentes (Gráfico 3.12).

⁶ Entre 2003 y 2007, la tasa de creación de empleo promedio anual, excluido el sector de la construcción fue 3,8% es decir 602 mil empleos netos anuales.

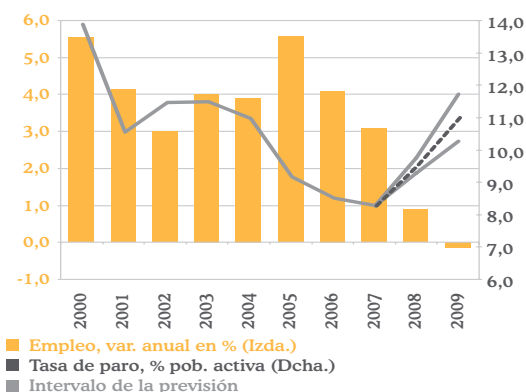
En el conjunto de la economía, la creación de empleo se ralentizará en 2008, en línea con la desaceleración prevista de la actividad. En 2008, el intervalo de creación de empleo en tasa interanual se situará entre 0,4% y 1,4%, lo que significa entre 86 y 279 mil nuevos empleos. Ahora bien, en 2009, es más probable un estancamiento de la ocupación, con tasas de creación de empleo entre -1% (destrucción de 196 mil empleos) y 0,7% (creación de 143 mil empleos).

Como resultado de la intensificación de la ralentización económica, la probabilidad de que un ocupado transite al desempleo aumentará en 2008 y 2009. Este hecho provocará un crecimiento del número de desempleados, a pesar de que la probabilidad de transición desde la inactividad al desempleo disminuya (tal y como es de esperar dado su carácter pro cíclico). Así, estimamos que la cifra de desempleados crecerá entre un 15,0% y un 20,4% en el 2008, es decir, un aumento del número de activos desempleados entre 276.000 y 374.000 personas. En 2009, el intervalo de confianza de la tasa de crecimiento del desempleo es más amplio, entre un 12,6% (266.000 desempleados más) y un 21,8% (481.000), debido a la mayor incertidumbre. Por lo tanto, el número de desempleados de la economía española crecerá, tomando como referencia el punto central de los intervalos anteriores, en algo más de 650.000 activos en el conjunto de 2008 y 2009, pasando de 1.833.000 en el año 2007, a 2.500.000 en el año 2009.

Dada la evolución prevista de la población activa (Gráfico 3.13.), que reduce entre 1 y 1,3 pp su tasa de crecimiento tanto por su naturaleza (débilmente) pro cíclica, como por el menor impulso demográfico derivado de la moderación esperada del flujo migratorio, la tasa de desempleo de la economía española se situará en el 9,5% de los activos en el año 2008 -con un intervalo entre el 9,3% y el 9,7%- , y en el 11,0% en el año 2009, con un rango del 10,3% al 11,7%. De este modo, el desempleo volvería a tasas de la primera mitad de la década actual (Gráfico 3.14.).

Gráfico 3.14

Empleo y tasa de paro

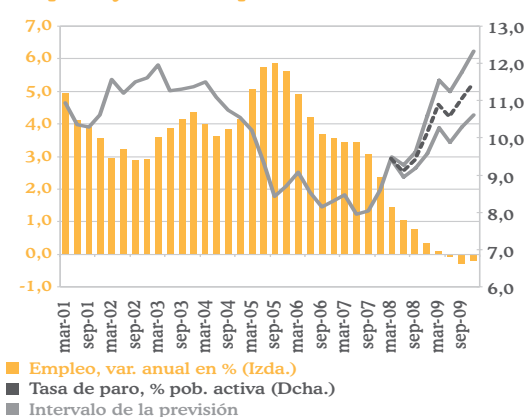


Fuente: INE y SEE-BBVA

Nota: sesgo de 2005 derivado del cambio metodológico de la EPA.

Gráfico 3.15

Empleo y tasa de paro. Perfil trimestral



Fuente: INE y SEE-BBVA

Nota: sesgo de 2005 derivado del cambio metodológico

Evolución y características del empleo en el nuevo escenario para la economía española

Los datos coyunturales más recientes han confirmado la intensificación del ritmo de desaceleración de la economía española desde su inicio a comienzos del año 2007, tanto en términos de actividad como de creación de empleo. Al respecto, el aumento finalmente registrado por el desempleo (tendencial) contabilizado por los Servicios Públicos de Empleo en el primer trimestre del año ha sido de 144,5 miles de personas, 35 mil más de lo esperado con información a diciembre.

Dado que la evolución de la actividad económica está íntimamente ligada a la del empleo, resulta oportuno analizar cómo puede afectar la mayor ralentización de la economía al ritmo de creación de empleo. Para ello, se utilizan dos metodologías. En la primera, se identifican los flujos laborales que determinan la creación neta de empleo. En la segunda, se estima el modelo de componentes inobservables de Doménech y Gómez (2005) con la finalidad de descomponer la tasa de desempleo en sus componentes cíclico y tendencial, dado el escenario de crecimiento económico previsto.

En primer lugar, estimamos, para el período marzo-1999/diciembre-2007, la probabilidad de transitar de una situación laboral a otra en función de las características personales y laborales de los individuos, así como del ciclo económico¹. Como indicadores del ciclo económico utilizamos dos variables: la tasa de variación interanual del PIB trimestral, que recoge el efecto del nivel del ciclo, y el diferencial de esas tasas entre un año y otro, que refleja si la economía se encuentra en una senda de aceleración o desaceleración.

En este caso, con el escenario de crecimiento previsto por el SEE BBVA para los años 2008 y 2009, predecimos que si bien el efecto de la desaceleración económica sobre las probabilidades de transición desde el empleo hacia el desempleo y la inactividad es acotado, sobre todo en el corto plazo (la probabilidad de continuar empleado es ligeramente pro cíclica, mientras que los flujos de salida, tanto al desempleo como a la inactividad, exhiben un patrón contra cí-

¹ Para una descripción detallada del modelo, véase Fernández, C. y J. R. García (2008), "Perspectivas del empleo ante el cambio de ciclo: un análisis de flujos", BBVA Working Paper No. 0802.

clico), las probabilidades de transición hacia al empleo disminuyen significativamente, mostrando el comportamiento pro cíclico esperado. Las probabilidades predichas de entrada al empleo desde el desempleo y la inactividad caerán 6 y 4,4 pp, respectivamente, en 2008 y 2009. El balance de los cambios en las probabilidades de transición se materializará en una desaceleración de la ocupación entre el 0,4% y el 1,4% según la cifra en la que se sitúe finalmente el crecimiento del PIB. En 2009 se produciría un estancamiento del empleo, al estimarse una variación en un intervalo entre el -1,0% y el 0,7%.

Para conocer si el deterioro de la tasa de desempleo detallado en la sección anterior es un fenómeno coyuntural o estructural, utilizamos el modelo de componentes inobservables propuesto por Doménech y Gómez (2005), el cual permite estimar la tasa de desempleo estructural de la economía compatible con la ley de Okun².

Los resultados obtenidos muestran que la tasa de desempleo estructural (habitualmente conocida como tasa de desempleo no aceleradora de la inflación o NAIRU), tras haberse reducido desde mediados de la década de los noventa, aumenta ligeramente (0,3 pp) desde el tercer trimestre de 2006 hasta alcanzar el 9,7% actual. Dada la intensificación de la ralentización económica, el desempleo tendencial continuará aumentando en 2008 y 2009, y lo hará de forma monótona hasta rozar el 10,8% a finales del año 2009³. Por el contrario, el componente cíclico del desempleo continuará siendo menor que cero durante la primera mitad de 2008, contribuyendo negativamente a la tasa de desempleo. En el cuarto trimestre de 2008 la tasa de desempleo cíclica se volverá positiva, incrementándose durante todo 2009 hasta representar 1 pp de la tasa de desempleo estimada a final de año.

Cuando analizamos la composición de la tasa de desempleo en la desaceleración actual y la comparamos con la precedente, observamos diferencias significativas. En primer lugar, el aumento del desempleo tiene ahora un componente tendencial mayor en 2008 y 2009, mientras que entre el cuarto trimestre del 2000 y el primero del 2004, el deterioro fue íntegramente cíclico, *i. e.*, no tuvo un efecto significativo sobre la tasa de desempleo estructural. Al respecto, el cuadro adjunto muestra que el deterioro previsto del componente tendencial de la tasa de desempleo será mayor al que tuvo lugar en la recesión de la década de los 90, mientras que el crecimiento esperado del desempleo cíclico será semejante al de la desaceleración de comienzos de ésta. Uno de los motivos por los que tiene lugar un incremento del componente tendencial del desempleo podría tener que ver con la proximidad a la situación de pleno empleo en la que se encuentra el mercado laboral español, especialmente el de determinadas Comunidades Autónomas⁴.

mas⁴. Cuando el mercado de trabajo se encuentra en el límite de su capacidad de absorción de trabajadores, un deterioro de la situación económica se traducirá, necesariamente, en un crecimiento de la tasa de desempleo tendencial.

En segundo lugar, el empeoramiento de la tasa de desempleo es ahora contemporáneo a la desaceleración de la actividad económica- tal y como sucedió en la recesión económica de comienzos de la década de los 90- mientras que en la desaceleración de principios de siglo, el repunte del desempleo tiene lugar con posterioridad al inicio de la caída del *output-gap*. Por lo tanto, las predicciones del modelo utilizado indican que el deterioro de la situación económica actual se traduce en un incumplimiento del hecho estilizado según el cual el empleo se ajusta con retraso a los cambios en el nivel de actividad económica.

La causa principal por la que el deterioro de la tasa de desempleo es ahora contemporáneo a la desaceleración de la economía podría estar relacionada con la mayor flexibilidad del mercado laboral español, especialmente en el sector de la construcción, el cual es el que está sufriendo una intensificación del ajuste del empleo mayor. Así, la tasa de temporalidad en la construcción era del 53,2% de los asalariados en el cuarto trimestre de 2007, casi el doble (27,7%) que la de los restantes sectores en su conjunto (Gráfico adjunto). Dado que los costes para las empresas de reducir el empleo son menores en el caso de trabajadores con contrato de duración determinada, cuando la actividad económica se ralentiza, el empleo se ajusta con mayor facilidad y rapidez. Sin embargo, este resultado sería también coherente con el hecho de que las empresas pueden estar interpretando la intensificación de la ralentización económica como un fenómeno de carácter más estructural que cíclico, por lo que ajustan el tamaño de sus plantillas de forma relativamente más intensa.

Para finalizar, es preciso resaltar que las conclusiones obtenidas están condicionadas a la senda prevista de desaceleración de la economía. Dada la incertidumbre de la situación económica, tanto del resto del mundo, como de España, un cambio en el crecimiento previsto repercutirá significativamente en los resultados y, por tanto, en las conclusiones reflejadas anteriormente⁵.

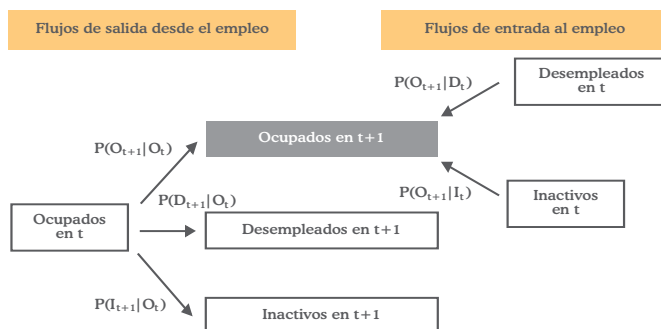
⁵ El deterioro del desempleo tendencial es significativamente menor si extendemos el período de análisis y contemplamos una recuperación económica en 2010 y 2011.

² Es decir, aquella compatible con la existencia de una relación negativa entre los componentes cíclicos de la tasa de desempleo y del PIB.

³ En 2009, los resultados del modelo indican que la NAIRU se situará por debajo de la tasa de desempleo estimada, por lo que el mercado laboral no generaría tensiones inflacionistas adicionales.

⁴ Las Comunidades con una menor tasa de desempleo promedio en 2007 han sido: Navarra (4,8% de los activos), Aragón (5,3%), La Rioja (5,7%), Cantabria (5,9%), País Vasco (6,1%), Madrid (6,3%), Cataluña (6,7%).

Creación neta de empleo. Diagrama de flujos



Fuente: SEE BBVA

Modelo de flujos laborales. Probabilidades de transición interanuales promedio predichas para 2008-2009 (en %)

	2006-2007	2007-2008	2008-2009
Flujos de permanencia/salida del empleo			
Empleo->Empleo	91,0	90,7	90,0
Empleo->Desempleo	3,4	3,7	4,0
Empleo->Inactividad	5,6	5,7	6,1
Flujos de entrada al empleo:			
Desempleo->Empleo	48,8	46,1	42,8
Desempleo->Empleo	14,4	12,4	10,0

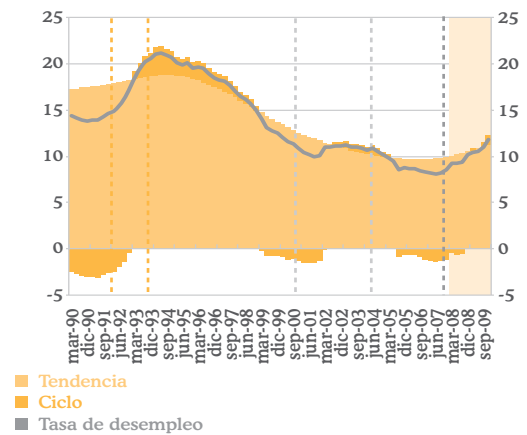
Fuente: SEE BBVA

Contribuciones a la tasa de crecimiento prevista del PIB

	Desempleo (% población activa)		
	Total	Tendencia (NAIRU)	Ciclo
2007	8,2	9,5	-1,3
2008	9,5	9,9	-0,4
mar-08	9,3	9,7	-0,5
jun-08	9,2	9,8	-0,6
sep-08	9,4	10,0	-0,6
dic-08	10,1	10,1	0,0
2009	10,9	10,5	0,4
mar-09	10,4	10,3	0,2
jun-09	10,5	10,4	0,1
sep-09	11,0	10,6	0,4
dic-09	11,8	10,8	1,0

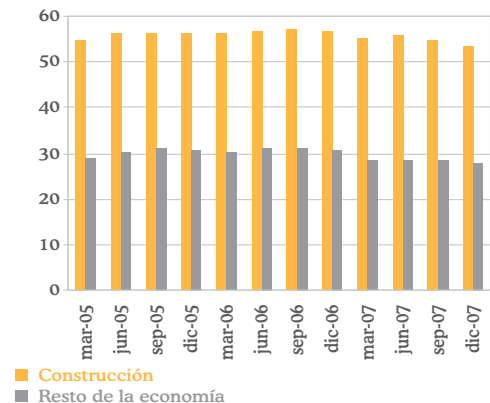
Fuente: SEE BBVA

Tasa de desempleo. Contribuciones (%)



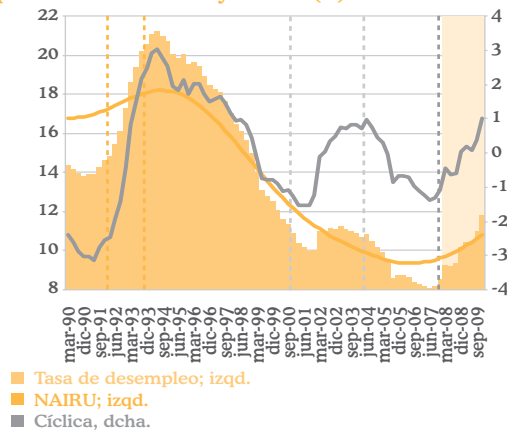
Nota: Las líneas punteadas delimitan los ciclos de desaceleración del PIB a partir del output-gap estimado.
Fuente: INE y SEE BBVA.

Tasa de temporalidad. Construcción vs. Resto de la economía. (en porcentaje)



Fuente: INE y SEE BBVA.

Tasa de desempleo. Componentes tendencial y cíclico (%)

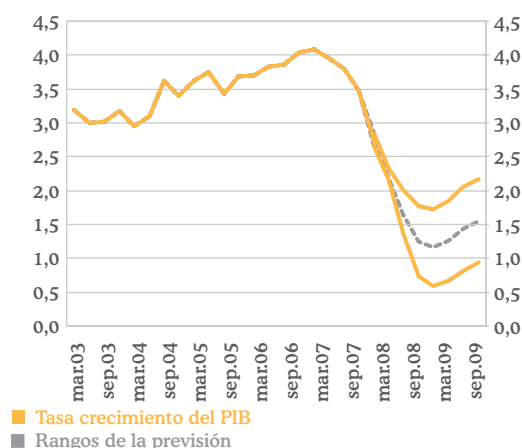


Nota: Las líneas punteadas delimitan los ciclos de desaceleración del PIB a partir del output-gap estimado.
Fuente: INE y SEE BBVA.

Pedro P. Alvarez-Lois
pedro.a_lois@grupobbva.com
Juan Ramón García
juanramon.gl@grupobbva.com

Gráfico 3.16

España: Previsiones de crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: INE y SEE BBVA

El margen de incertidumbre actual hace razonable presentar las previsiones en términos de rangos

Todos los factores comentados hasta ahora conllevan la necesidad de ser prudentes en las previsiones y, particularmente, de tratar de acotar el rango de incertidumbre en el que se va a mover la economía. En función del alcance final de la crisis financiera en marcha y de la intensidad del ajuste en el sector inmobiliario, el rango de fluctuación del crecimiento en 2008 podría situarse entre el 1,7% y el 2,2%. A efectos de referenciar un cuadro macroeconómico, se identifica una tendencia central de crecimiento para este periodo que se sitúa en el 1,9%, lo que supone una revisión de la previsión de crecimiento anterior (fecha en diciembre de 2007) de 0,7 pp.

El perfil de crecimiento en 2008 será, en todo caso, una senda de desaceleración que paulatinamente irá ganando en intensidad a medida que pasen los trimestres. A partir del 2,7% interanual de crecimiento estimado para el primer trimestre de 2008, se llegará a un crecimiento interanual en el cuarto trimestre del año del 1,2%, la cifra más baja desde el cuarto trimestre de 1993.

Esta reducción tan significativa del crecimiento previsto para 2008 se basa en la fuerte ralentización de la demanda nacional. El sector exterior será menos dinámico, tanto en importaciones como en exportaciones, ante la moderación del crecimiento global y la propia desaceleración de la demanda nacional. Aún así, se prevé que la moderación de las importaciones sea más intensa, por lo que el sector exterior drenará menos crecimiento del registrado en 2007, compensando, en parte, la mayor desaceleración de la demanda nacional, la cual ralentizará sus tasas de crecimiento en 2,4 pp hasta el 1,9% anual. A excepción del consumo público, el crecimiento de todos los componentes de la demanda será inferior al registrado en 2007. Esto ocurrirá de forma más intensa con la inversión, como consecuencia de la intensa moderación de la inversión en equipo, que partía de unos niveles excepcionalmente altos en los últimos trimestres, y de la caída de la construcción, en un 2,5% en el total, y en un 7,5% en la inversión en vivienda. Según nuestras estimaciones la inversión en vivienda ya habría entrado en

Cuadro 3.4. España, PIB Base 2000

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	2,2	1,9	1,6	1,2	3,7	3,1	1,7	1,2
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	2,4	0,8	-0,7	-1,9	6,8	5,9	0,1	-2,2
Equipo	13,1	13,1	11,6	8,6	6,1	2,5	1,5	-0,3	10,4	11,6	2,5	-1,9
Construcción	4,9	4,6	3,8	2,9	-0,3	-1,1	-3,2	-4,4	6,0	4,0	-2,2	-3,8
Vivienda	4,0	3,7	2,9	1,8	-4,0	-5,0	-9,0	-12,0	6,4	3,1	-7,5	-14,5
Resto	5,8	5,6	4,8	4,0	3,0	2,5	2,0	2,5	5,5	5,1	2,5	4,9
Demanda nacional (*)	5,1	4,9	4,5	3,9	2,9	2,3	1,8	1,3	5,1	4,6	2,1	1,1
Exportaciones	3,6	4,7	7,7	5,1	4,3	3,1	1,1	1,0	5,1	5,3	2,4	2,0
Importaciones	6,0	6,7	8,4	5,4	3,7	2,6	1,3	0,9	8,3	6,6	2,2	0,8
Saldo exterior (*)	-1,0	-0,9	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-1,2	-0,7	-0,1	0,3
PIB pm	4,1	4,0	3,8	3,5	2,7	2,2	1,6	1,2	3,9	3,8	1,9	1,4
tasa trimestral	1,0	0,9	0,7	0,8	0,2	0,4	0,2	0,4				
Pro-memoria												
PIB sin inversión en vivienda	4,0	4,0	3,8	3,7	3,3	2,8	2,5	2,3	3,4	3,9	2,7	2,5
PIB sin construcción	3,9	3,8	3,7	3,6	3,3	2,8	2,6	2,3	3,2	3,8	2,7	2,3
Empleo total (EPA)	3,4	3,4	3,1	2,4	1,4	1,1	0,8	0,3	4,1	3,1	0,9	-0,1
Del cual, en construcción	9,4	7,6	4,9	2,7	-0,8	-3,9	-6,4	-8,9	7,9	6,1	-5,0	-10,0
Resto de sectores	2,6	2,8	2,8	2,3	1,8	1,8	1,9	1,7	3,5	2,6	1,8	1,3
Empleo total (CNE)	3,3	3,1	3,0	2,5	1,2	0,8	0,5	0,1	3,2	3,0	0,6	-0,3
Del cual, en construcción	7,4	6,9	5,3	3,3	-1,0	-4,1	-6,6	-9,1	5,4	5,7	-5,2	-10,2
Resto de sectores	2,6	2,5	2,6	2,4	1,6	1,6	1,6	1,5	2,8	2,5	1,6	1,2
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	8,5	8,0	8,0	8,6	9,4	9,1	9,4	10,1	8,5	8,3	9,5	11,0

Fuente: INE y SEE BBVA

recesión en el primer trimestre de 2008 y no prevemos que salga de la misma durante todo el horizonte de predicción.

La desaceleración se extenderá a 2009, aunque el mínimo del crecimiento probablemente se alcanzará al comenzar ese año, y su senda de evolución, será, por tanto, ligeramente creciente

La ralentización de la economía continuaría en 2009. Según nuestras estimaciones, el crecimiento podría alcanzar el 2%, pero sin que pueda descartarse una moderación del crecimiento hasta el 0,8%. Considerando de nuevo una tendencia central, la economía se desaceleraría en medio punto adicional (desde el 1,9% de 2008) hasta el 1,4%. En 2009 se produciría una contribución (ligeramente) positiva del sector exterior, la primera desde 1997. El consumo de los hogares se moderaría nuevamente, ahora en medio punto, hasta el 1,2%. Además, se produciría una caída de la inversión, tanto en equipo, como en construcción. Ahora bien, cuando se revisa el perfil de crecimiento a lo largo del año, se observa que el mínimo se situará al comenzar el ejercicio, y estará en torno al 1,2%. El año terminará con un mejor resultado, ya que el perfil de crecimiento será ligeramente ascendente, finalizando en el 1,6% en el último trimestre.

En síntesis, la economía española afronta un período de desaceleración, tras un largo periodo de sostenida expansión. Esta ralentización será más larga e intensa de lo previsto hasta hace unos meses. Sin embargo, será fundamentalmente cíclica. Al descomponer el crecimiento económico previsto entre estructural y coyuntural, los resultados obtenidos indican que el componente tendencial del PIB se ralentiza tan solo 0,1 pp en 2008 y no cambia en 2009, mientras que el *output-gap* se desacelera 1 pp en 2008 y cae monótonamente a lo largo de todo el 2009 hasta alcanzar el -1,4%. Este resultado indica que, al igual que lo que sucedió en el cuarto trimestre de 2007 y en el primero de 2008, el deterioro previsto de la situación económica continúa teniendo, de acuerdo a las estimaciones realizadas un carácter fundamentalmente cíclico.

Si comparamos la desaceleración económica actual con la precedente, observamos que el ajuste cíclico esperado en 2008 y 2009 será mayor (cuadro 3.6). Entre el cuarto trimestre de 2000 y el primer trimestre de 2004, el componente cíclico del PIB redujo un 0,5% el crecimiento económico en términos promedio, mientras que entre el cuarto trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2009, el drenaje promedio esperado alcanzará el 1,1%. Sin embargo, la aportación negativa del ciclo no se aproximará a la que tuvo lugar durante la recesión de comienzos de la década de los 90: entre marzo de 1992 y septiembre de 1993, el componente cíclico del PIB restó 2,5 pp al crecimiento económico de España.

En definitiva, las previsiones de crecimiento de la economía española se revisan a la baja desde el pasado otoño. La posibilidad de que se agudicen algunos de los factores de riesgo hace razonable presentar las previsiones en términos de rango. De esta forma, el crecimiento podría situarse entre el 2,2 y el 1,7% en 2008 y entre el 2,0 y el 0,8% en 2009. El mínimo del crecimiento, cuando se observa el perfil se alcanzará seguramente al comenzar el año 2009.

Cuadro 3.5. Contribuciones a la tasa de crecimiento prevista del PIB

	Tendencia vs. Ciclo		
	PIB	Tendencia	Ciclo
2007	3,9	3,1	0,8
2008	1,9	3,0	-1,0
mar-08	2,7	3,0	-0,3
jun-08	2,2	3,0	-0,7
sep-08	1,6	3,0	-1,3
dic-08	1,2	3,0	-1,7
2009	1,4	3,0	-1,6
mar-09	1,2	3,0	-1,8
jun-09	1,3	3,0	-1,7
sep-09	1,4	3,0	-1,5
dic-09	1,6	3,0	-1,4

Fuente: SEE BBVA.

Cuadro 3.6. Contribuciones al crecimiento económico durante la desaceleración actual y precedentes.

Tendencia vs. Ciclo

	Variación promedio de las contribuciones a la tasa de crecimiento del PIB (pp)		
	Tasa observada promedio	Componente tendencial	Componente cíclico
mar-92/sep-93	-0,1	2,4	-2,5
dic-00/mar-04	3,2	3,7	-0,5
dic-07/dic-09	1,9	3,0	-1,1

Fuente: SEE BBVA.

4. Resumen de previsiones

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

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

* 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	1,0	1,6	3,2	2,9	3,2	2,3
Japón	2,4	2,0	1,4	1,8	0,2	0,0	0,6	0,5
Latam	5,4	5,7	4,7	4,3	5,1	6,3	6,2	4,6

*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 (%)*			
	02/04/08	Jun-08	Dic-08	Jun-09	02/04/08	Jun-08	Dic-08	Jun-09
UEM	4,00	4,00	3,50	3,50	3,96	3,8	4,0	4,1
EE.UU.	2,25	1,75	1,50	2,00	3,55	3,5	3,5	3,7

* Tipos de interés a 10 años referidos a bonos alemanes

	Tipo de cambio (vs euro)*				Petróleo Brent (dólares por barril)*			
	02/04/08	Jun-08	Dic-08	Jun-09	02/04/08	Jun-08	Dic-08	Jun-09
Dólar EE.UU.	1,56	1,56	1,51	1,47	100,2	87,7	78,9	75,0

* 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
PIB a precios de 2000	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	3,9	3,8	1,9	1,4
Consumo Privado	3,4	2,8	2,9	4,2	4,2	3,7	3,1	1,7	1,2
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	0,1	-2,2
Bienes de equipo	-0,3	-2,9	4,1	5,1	9,2	10,4	11,6	2,5	-1,9
Construcción	7,6	6,3	6,2	5,4	6,1	6,0	4,0	-2,2	-3,8
Vivienda	7,5	7,0	9,3	5,9	5,9	6,4	3,1	-7,5	-14,5
Resto	7,7	5,6	3,5	5,0	6,3	5,5	5,1	2,5	4,9
Otros Productos	5,8	5,0	7,2	3,8	6,4	4,6	4,2	3,5	2,0
Variación de existencias (*)	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	3,9	3,3	3,9	4,9	5,3	5,1	4,6	2,1	1,1
Exportación bienes y servicios	4,2	2,0	3,7	4,2	2,6	5,1	5,3	2,4	2,0
Importación bienes y servicios	4,5	3,7	6,2	9,6	7,7	8,3	6,6	2,2	0,8
Saldo exterior neto (*)	-0,2	-0,6	-0,8	-1,7	-1,6	-1,2	-0,7	-0,1	0,3
PIB a precios corrientes	8,0	7,1	7,4	7,4	8,0	8,0	7,0	5,0	4,4
Millones de Euros	680.678	729.206	782.929	841.042	908.450	980.954	1.049.914	1.102.429	1.150.564
Precios y costes									
Deflactor del PIB	4,2	4,3	4,1	4,0	4,2	4,0	3,1	3,0	3,0
Deflactor consumo hogares	3,4	2,8	3,1	3,6	3,4	3,4	2,8	3,4	2,9
IPC	3,5	3,5	2,9	3,0	3,4	3,5	2,8	3,7	2,7
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,2	1,3	0,9	0,9	1,2	1,3	0,6	0,8	0,8
Remuneración por asalariado	3,6	3,3	3,6	3,0	2,8	3,0	3,6	3,5	3,5
Coste laboral unitario (CLU)	3,2	2,9	2,9	2,4	2,5	2,7	2,7	2,2	1,9
Mercado de trabajo									
Población activa, EPA	0,3	4,1	4,0	3,3	3,5	3,3	2,8	2,3	1,5
Empleo EPA	4,1	3,0	4,0	3,9	5,6	4,1	3,1	0,9	-0,1
Variación en miles de personas	640	484	666	675	1002	774	608	183	-27
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,2	2,3	2,4	2,7	3,2	3,2	3,0	0,6	-0,3
Tasa de Paro	10,6	11,5	11,5	11,0	9,2	8,5	8,3	9,5	11,0
Productividad	0,4	0,4	0,7	0,6	0,4	0,7	0,9	1,3	1,6
Sector Público									
Deuda (% PIB)	55,5	52,5	48,7	46,2	43,0	39,7	36,2	34,0	32,6
Saldo AA.PP. (% PIB)	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	1,8	2,2	0,3	-0,3
Sector Exterior									
Saldo Comercial (% PIB)	-6,3	-5,8	-5,9	-7,2	-8,6	-9,1	-9,4	-9,8	-9,4
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,3	-8,8	-10,1	-10,2	-9,8
Hogares									
Renta disponible real	3,4	3,5	3,6	3,6	4,2	3,2	3,2	1,1	0,4
Renta disponible nominal	6,8	6,3	6,7	7,2	7,6	6,6	5,9	4,4	3,2
Tasa de ahorro (% renta nominal)	11,1	11,4	12,0	11,3	11,0	10,5	10,4	11,2	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 Jefes:

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo
España: Julián Cubero
Análisis Sectorial: Ana Rubio
Europa: Miguel Jiménez
Escenarios Financieros:

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

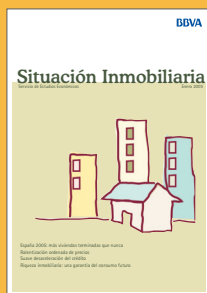
Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero
Análisis Macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo
Argentina: Ernesto Gaba
Chile: Miguel Cardoso
Colombia: Juana Patricia Téllez
Perú: Hugo Perea
Venezuela: Alejandro Puente
China: Ya-Lan Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia
Estados Unidos: Nathaniel Karp
México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

otras publicaciones



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

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

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