

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Noviembre 2008

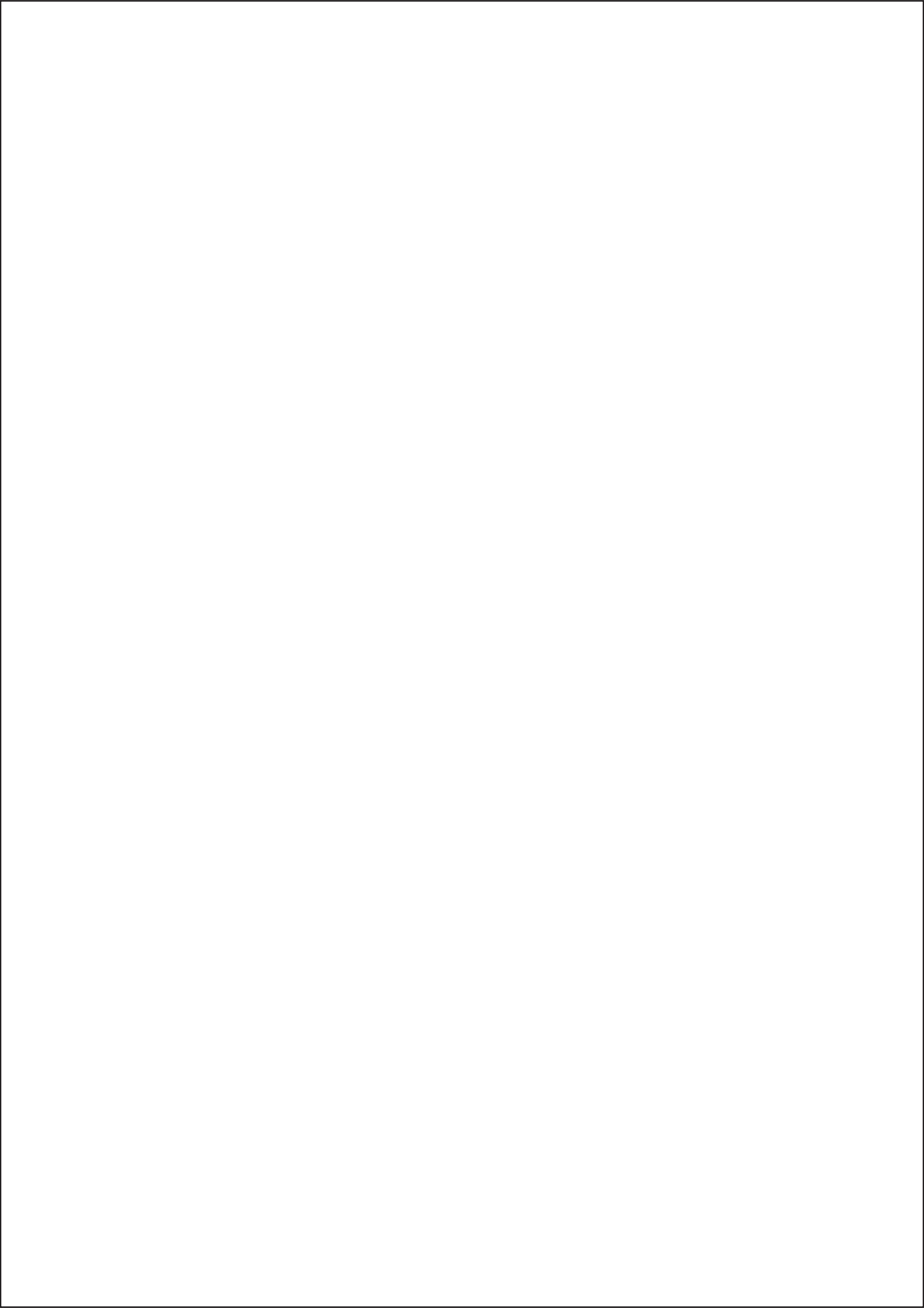


La crisis financiera global se recrudece y la situación de las economías de nuestro entorno se deteriora

En España la actividad económica será muy débil en 2009, con riesgos significativos a la baja

Las medidas económicas y financieras del Gobierno limitarán el impacto negativo de este entorno tan adverso

A medio plazo: la intensidad de la recuperación económica dependerá de las reformas que se emprendan en el futuro próximo



Índice

Fecha de cierre: 7 de noviembre de 2008

1. En resumen	2
2. De la crisis financiera al ajuste de la economía real	4
Recuadro 1: “Los determinantes del dinamismo actual de la población activa en España”	10
3. España, ante el reto de reducir su déficit exterior en un entorno financiero adverso	16
Recuadro 2: Derivación analítica del modelo intertemporal de la cuenta corriente (ICA)	23
4. Crecimiento del PIB potencial en España 2008-2015	25
5. Previsiones	35

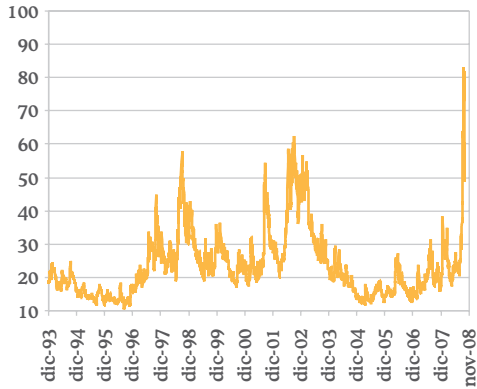
Han elaborado esta publicación:

J. Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Pedro Pablo Álvarez Lois	34 91 374 43 32	pedro.a_lois@grupobbva.com
Mónica Correa López	34 91 374 64 01	monica.correa@grupobbva.com
Juan Ramón García	34 91 374 33 39	juanramon.gl@grupobbva.com
Virginia Pou	34 91 537 77 23	virginia.pou@grupobbva.com
Jorge Rodríguez-Vález	34 91 537 48 90	jorge.rv@grupobbva.com

Se agradece la colaboración y comentarios de Rafael Doménech.

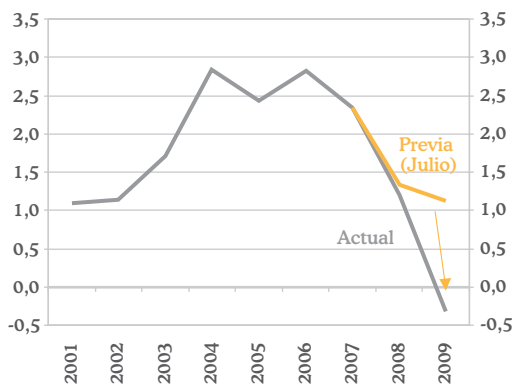
EE.UU: Volatilidad Implícita del Mercado Bursátil

VIX (S&P500)



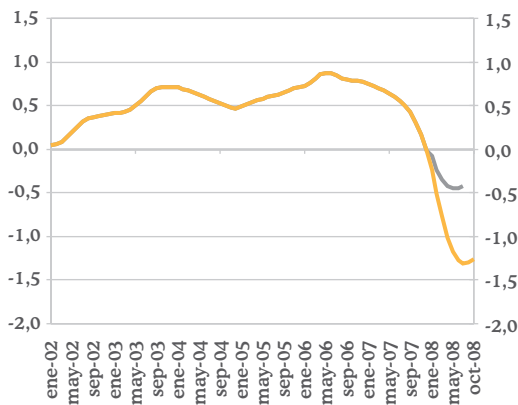
Fuente: BBVA y Datastream

G3*, Producto Interior Bruto (a/a%)



*EE.UU, UE y Japón
Fuente: SEE BBVA

España, Indicador de Actividad IA-BBVA (Desviaciones con respecto a la tendencia)



■ Estimado en Jul-08
■ Actual

Fuente: SEE BBVA

1. En resumen

El entorno económico global es especialmente incierto, con una crisis financiera que se recrudece, extendiéndose a países y segmentos de mercado no afectados previamente

En los tres meses transcurridos desde la última edición de esta publicación, el escenario económico se ha seguido deteriorando, más rápida e intensamente de lo previsto entonces. La crisis financiera se ha recrudecido extendiéndose a países y segmentos de mercado no afectados antes. Los gobiernos y los bancos centrales han actuado rápidamente, adoptando medidas orientadas a contrarrestar la escasez de liquidez y a reabrir los mercados de financiación interbancaria. Además de las bajadas de tipos de interés por parte de las autoridades monetarias, los bancos centrales han aumentado su oferta de liquidez, se han ampliado las garantías de los depósitos, se ha inyectado capital público en entidades bancarias, se han aprobado nuevos avales públicos y se han creado fondos para la adquisición temporal de activos financieros. A pesar de la rapidez con la que se han adoptado estas medidas y de la importante cuantía de recursos públicos que se están destinando, las incertidumbres sobre la intensidad y duración de lo que ya se configura como la crisis económica más aguda de las últimas décadas son enormes.

En este desfavorable e incierto entorno económico, la economía mundial se enfrenta a un proceso de ajuste y desapalancamiento que será duradero y costoso en términos de actividad y de empleo. La compleja situación de los mercados financieros va acompañada de un intenso deterioro de la coyuntura real, más acusado de lo previsto hace tres meses, con lo que las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja significativamente. En particular, las economías avanzadas experimentarán caídas de PIB en 2009. Así, la UEM caerá el 0,5%, desde un crecimiento del 1% previsto para 2008, lo que supone revisar a la baja su crecimiento previsto para 2009 en 1,5 pp. Por su parte, la caída prevista para EE.UU. será del 0,2%, 1,2 pp menos de crecimiento frente a lo previsto con ocasión del anterior Situación España.

Las perspectivas de crecimiento de la economía española se revisan a la baja por la menor demanda externa y por el impacto de la crisis financiera. Los menores tipos de interés y la caída del precio de la energía son elementos de soporte

La economía española está acelerando su proceso de ajuste. El crecimiento negativo del PIB del tercer trimestre de 2008 continuará a lo largo de 2009, aunque lo incierto del escenario global y del efecto final de las medidas planteadas por las autoridades exige un margen relativamente amplio en las previsiones, con un sesgo en todo caso bajista. En este sentido, se espera un crecimiento del PIB del -1,0% en 2009, que podría ser prácticamente nulo (-0,1%) en caso de una relativamente rápida resolución de la crisis global, pero que se acercaría al -1,5% en un escenario en el que el recrudecimiento de los problemas financieros continuase, el deterioro de la demanda externa fuese aún mayor de lo esperado y las medidas de las autoridades no tuviesen el impacto esperado en la reactivación del crédito. Como elementos de soporte que podrían mantener el nivel de actividad en 2009 respecto al de 2008, cabe señalar un descenso de los tipos de interés más intenso como consecuencia de una caída de las primas de riesgo o, adicionalmente, un descenso de los precios de la energía, lo que reduciría el drenaje de renta disponible por el encarecimiento de los combustibles.

En todo caso, con mayor o menor intensidad, la economía española se verá afectada por el menor crecimiento mundial, especialmente intenso en los mercados más importantes para nuestras exportaciones de bienes y servicios, como es el resto del área del euro.

Estas perspectivas de tipos de interés aliviarán parcialmente el impacto de la crisis financiera global en la evolución del crédito en España, que se está desacelerando significativamente hasta crecer a tasas cercanas a las del PIB nominal a finales de 2008, lo que no había ocurrido desde mediados de la década pasada. En gran medida, esta desaceleración del crédito es el resultado de una menor demanda por parte de empresas y familias, que reaccionan coherentemente al deterioro de sus expectativas. No obstante, los mercados de financiación bancaria siguen esencialmente cerrados, lo que hace complicado garantizar el flujo de fondos en condiciones estables a los bancos, pues predominan aún la aversión al riesgo y las incertidumbres respecto a la efectividad de las medidas adoptadas. Esta situación dificulta la canalización del crédito a los hogares y empresas, siendo notorio respecto a estas últimas el hecho de que las primas de riesgo corporativas han aumentado significativamente. En esta situación, el grado de éxito que tengan las medidas aprobadas por el gobierno español para aumentar la liquidez de las entidades financieras será una de las claves que determinen el grado de ajuste de la economía española en los próximos trimestres.

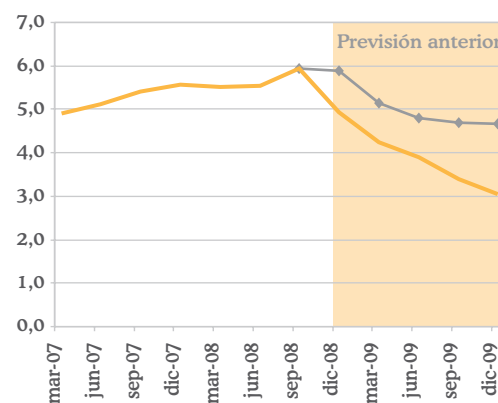
España, ante el reto de reducir su déficit exterior en un entorno financiero adverso y de mejorar a la vez su perspectiva de crecimiento a medio plazo

En este contexto de mercados financieros internacionales altamente tensionados, una de las vulnerabilidades de la economía española es su elevada necesidad de financiación frente al exterior, como refleja su elevado déficit por cuenta corriente. El brusco cambio en el escenario económico iniciado a mediados de 2007, con unas expectativas de actividad a la baja, unos costes de financiación más elevados que en el pasado y una liquidez menos abundante, dará lugar a una reducción de la necesidad de financiación exterior de la economía española durante los próximos años. Los hogares y las empresas disminuirían su ritmo inversor en vivienda y equipo y, a la vez, aumentarían su ahorro. Lo contrario de lo que harán las Administraciones Públicas, que aumentarían su inversión y reducirán su ahorro, compensando parcialmente el comportamiento del sector privado de la economía.

Sin embargo, ejercicios de consistencia a medio plazo de los saldos de ahorro e inversión de los distintos agentes económicos proporcionan una senda de ajuste de la necesidad de financiación de la economía que puede ser difícilmente sostenible en un entorno financieramente tan austero como el actual. Y es que, la corrección del déficit por cuenta corriente hasta ratios próximos al 5% del PIB sigue suponiendo un aumento de la acumulación de pasivos financieros frente al exterior.

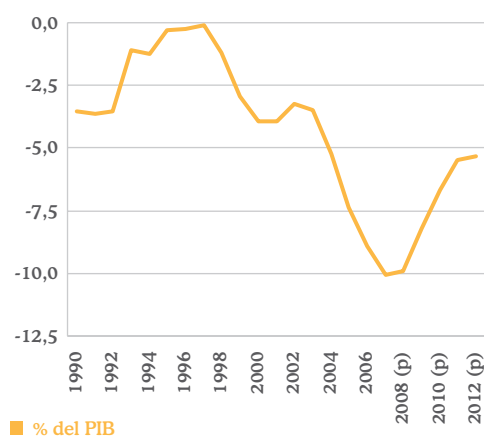
La corrección del déficit exterior se afronta, por primera vez, sin la posibilidad de ajuste del tipo de cambio nominal. Ello obliga a que el encaje de las necesidades de financiación al nuevo escenario descansa entre la menor demanda interna y la mejora de la competitividad frente al exterior a través de un comportamiento más favorable de los precios relativos. A corto plazo, estas mejoras de competitividad exterior pueden lograrse con menores aumentos de los costes laborales. Se puede plantear, por ejemplo, un descenso de las cotizaciones sociales como vía de impulso de la actividad y del empleo, caída que puede ser permanente si se combina con aumentos en otras figuras impositivas. A largo plazo, sin embargo, es preferible conseguir mejoras de competitividad mediante avances en la productividad. En este sentido, el margen de mejora en los niveles agregados de productividad de la economía española frente a los líderes mundiales es todavía muy amplio. Dadas las perspectivas demográficas y de convergencia de las tasas de actividad y empleo, la economía española necesita un impulso de la productividad mediante la implementación de políticas micro y macroeconómicas apropiadas. Ello facilitaría que la economía española vuelva a crecer tras la actual crisis económica a tasas que se acerquen paulatinamente a niveles del entorno del 2,8%.

Tipo Hipotecario Nominal



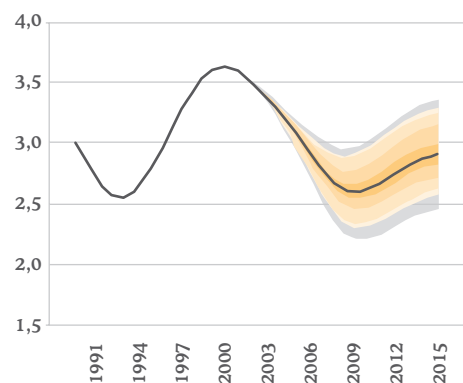
Fuente: SEE BBVA

Saldo de la Balanza por Cuenta Corriente Porcentaje del PIB



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE

Proyecciones de Crecimiento del PIB Potencial, España 1990-2015.



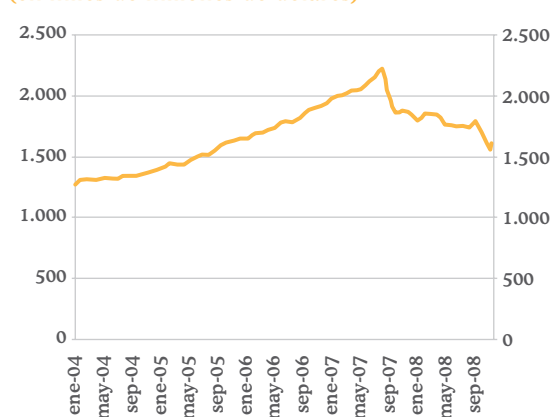
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.1.
España, TED spread 12M
(Euribor- Letra del Tesoro)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.2.
EE:UU.: Saldo vivo del papel comercial
(en miles de millones de dólares)



Fuente: Reserva Federal

Cuadro 2.1. España, cuadro macroeconómico

Tasas a/a	1tr07	2tr07	3tr07	4tr07	1tr08	2tr08	3tr08	4tr08	1tr09	2tr09	3tr09	4tr09	2006	2007	2008	2009
Consumo hogares	3,8	4,1	3,0	2,9	2,2	1,2	0,8	0,1	-0,5	-1,0	-0,4	0,1	3,9	3,4	1,1	-0,5
Consumo AA.PP.	5,3	5,0	4,8	4,4	3,6	3,8	3,8	4,0	3,7	3,3	3,8	3,2	4,6	4,9	3,8	3,5
FBCF	6,6	5,8	4,6	4,5	2,5	-0,2	-4,0	-6,3	-9,2	-10,3	-9,5	-7,3	7,1	5,3	-2,0	-9,1
Equipo y Otros	9,1	8,4	6,7	6,7	5,5	2,7	-1,9	-4,4	-7,0	-9,7	-9,8	-7,4	9,0	7,7	0,5	-8,5
Construcción	5,1	4,2	3,3	2,9	0,3	-2,4	-5,9	-8,0	-11,3	-10,8	-9,2	-7,2	5,9	3,8	-4,0	-9,6
Vivienda	5,3	4,2	3,2	2,5	-1,1	-6,3	-13,5	-17,0	-22,1	-22,1	-20,4	-18,0	6,0	3,8	-9,5	-20,7
Resto	4,9	4,1	3,3	3,4	1,9	1,9	1,0	0,3	-1,5	-1,3	-0,4	0,9	5,7	3,9	1,3	-0,6
Demanda nacional (*)	5,1	4,9	3,9	3,8	2,8	1,5	0,0	-1,1	-2,4	-3,0	-2,2	-1,4	5,3	4,4	0,8	-2,2
Exportaciones	3,3	3,9	8,2	4,0	4,3	4,1	2,7	1,2	-1,0	-2,2	-2,1	-1,2	6,7	4,9	3,1	-1,6
Importaciones	6,1	6,2	7,6	4,9	4,1	2,3	-0,2	-1,7	-4,5	-6,2	-4,3	-2,3	10,3	6,2	1,1	-4,3
Saldo exterior (*)	-1,1	-1,0	-0,3	-0,5	-0,2	0,3	0,9	1,1	1,5	1,8	1,1	0,6	-1,5	-0,8	0,5	1,3
PIB pm	4,0	3,9	3,6	3,3	2,6	1,8	0,9	0,0	-0,8	-1,2	-1,1	-0,8	3,9	3,7	1,3	-1,0
tasa trimestral	1,0	1,0	0,6	0,6	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	0,0				
Pro-memoria																
PIB sin inversión en vivienda	3,8	3,8	3,6	3,3	3,0	2,7	2,1	1,4	0,9	0,4	0,2	0,3	3,4	3,6	2,3	0,5
PIB sin construcción	3,7	3,8	3,6	3,3	3,1	2,7	2,2	1,5	1,1	0,6	0,3	0,3	3,2	3,6	2,4	0,6
Empleo total (EPA)	3,4	3,4	3,1	2,4	1,7	0,3	-0,8	-1,9	-2,6	-3,1	-3,6	-3,8	4,1	3,1	-0,2	-3,2
Del cual, en construcción	9,4	7,6	4,9	2,7	-1,7	-7,9	-13,0	-14,7	-15,6	-16,4	-17,3	-17,3	7,9	6,1	-9,4	-16,6
Resto de sectores	2,6	2,8	2,8	2,3	2,2	1,5	1,1	0,0	-0,7	-1,2	-1,8	-2,0	3,5	2,6	1,2	-1,4
Empleo total (CNE)	3,2	3,2	2,8	2,2	1,4	0,4	-0,9	-1,8	-2,3	-2,6	-3,0	-3,1	3,2	2,9	-0,2	-2,7
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	8,5	8,0	8,0	8,6	9,6	10,4	11,3	12,6	13,9	14,9	15,8	16,8	8,5	8,3	11,0	15,4

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

2. De la crisis financiera al ajuste de la economía real

El recrudescimiento que la crisis financiera ha experimentado durante los últimos meses está comenzando a tener un impacto significativo sobre la economía real. El deterioro de las condiciones de financiación aumenta la posibilidad de una restricción de crédito en 2009, cuya intensidad final influiría a su vez en la duración y profundidad que finalmente tenga la recesión en la que la economía española ha entrado en la parte final de 2008. Sin embargo, el recrudescimiento de la crisis financiera ha llevado también a la toma de medidas por parte de los bancos centrales y los gobiernos. Ello elimina el riesgo de crisis sistémica y puede facilitar la normalización, a medio plazo, de los mercados de crédito. El grado de éxito de las medidas ya tomadas o la implementación de nuevas iniciativas acota el alcance de la caída esperada del crecimiento. Adicionalmente, el cambio de expectativas de política monetaria, en parte facilitado por la caída de los precios de la energía, supone un elemento de soporte en la fase bajista del ciclo.

La crisis financiera se extiende a mercados y países antes no afectados

La economía mundial ha sufrido en los tres meses transcurridos desde la anterior edición de esta publicación una intensa convulsión de difícil comparación en la historia reciente. El desencadenante de este giro hacia una nueva fase de la crisis financiera iniciada en verano de 2007 se halla en la quiebra del banco de inversión norteamericano *Lehman Brothers* en septiembre, que amenazó con originar una crisis sistémica y acabó derivando en un aumento de la desconfianza sobre la solvencia del sistema financiero global.

Como consecuencia, la economía mundial ha pasado de presentar dificultades (intensas) en los mercados mayoristas de crédito (como el del papel comercial) al bloqueo total en los mismos, lo que redundó en

un tensionamiento adicional sobre los mercados interbancarios, hasta convertir en ineficaces las inyecciones de liquidez de los bancos centrales en el mercado, y a las instituciones financieras en más dependientes de los bancos centrales.

Como resultado de todo ello, se ha producido un deterioro generalizado de los indicadores financieros, como se observa en el cuadro adjunto: ampliación de las primas de riesgo de crédito y de liquidez interbancaria, tanto de corto como de largo plazo; caída de rentabilidades de la deuda pública y caídas bursátiles. Además, se intensifican los flujos hacia la deuda pública y el dólar, que experimenta una fuerte apreciación frente a la mayor parte de monedas. Finalmente, la crisis financiera se extiende y alcanza no sólo a EE.UU. y la UEM, sino también a algunos mercados emergentes que hasta el momento habían permanecido inmunes, pero que empiezan a mostrar señales de haber sido afectados por sus consecuencias, con caídas de sus monedas y retirada de posiciones. Los problemas de financiación, finalmente, se han trasladado desde el sector financiero y alcanzan al sector corporativo, no sólo afectado por el cierre de mercados de financiación, sino amenazado por un incremento de los *spread* de su financiación no bancaria.

El sistema financiero global está sometido a fuertes tensiones

Este contexto financiero aceleró las dificultades que parte del sistema bancario mundial estaba atravesando. A ambos lados del Atlántico creció el número de entidades con dificultades de financiación y con pérdidas derivadas, entre otras razones, de la tenencia de activos dudosos así como de entradas en mora. Con todo, la afectación del sistema bancario es un resultado relativamente esperable, en un contexto de tanta dificultad, con cierre de los mercados mayoristas de crédito, bajos crecimientos de los activos financieros de los hogares (en un escenario de mayores tasas de desempleo y menor crecimiento de la renta) y un incremento de las provisiones por el alza de la mora. Todo ello ha conllevado la necesidad de instrumentar en algunos países diversas operaciones de rescate de instituciones financieras con fondos públicos.

En España el sistema financiero ha mostrado su fortaleza ante un escenario tan adverso, dado que ni generó ni adquirió productos financieros de difícil valoración y mantuvo una gestión prudente de los riesgos determinada por un modelo de negocio diversificado, de banca universal y un estricto marco regulador.

El recrudescimiento de la crisis financiera también ha acelerado la toma de decisiones. Éstas no evitarán la caída del PIB, pero su grado de éxito en la normalización de los mercados de crédito contribuirá a determinar su intensidad y duración

Las autoridades han ido tomando distintas medidas para hacer frente, desde sus inicios, a la crisis financiera y económica. Ante las primeras señales de impacto sobre la economía real, algunos gobiernos reaccionaron con estímulos clásicos de política fiscal que, en el caso de EE.UU. o de España, han sido cuantitativamente relevantes. La política monetaria también fue utilizada en las primeras fases de la crisis financiera, aunque con intensidad diferente entre Europa y los EE.UU., de una forma más decidida en este último caso. Así, se concretaron intensas bajadas de tipos de interés¹ e inyecciones de liquidez paulatinamente crecientes que incluyeron a agentes tradicionalmente no beneficiarios de liquidez por parte de los bancos centrales. Progresiva-

¹ Inicialmente en Europa el movimiento se limitó a un retraso en subidas de tipos, ante una inflación fuera del objetivo del BCE.

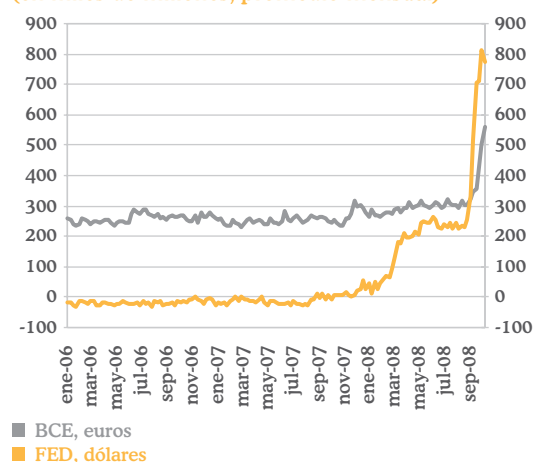
Cuadro 2.2. Variables financieras*

	Nivel	Variación en puntos básicos desde...		
		Deterioro crisis (12-sep.)	Anterior Sit. España (Jul-08)	Inicio crisis (Jul-07)
Tipos interbancarios				
Euribor 3m	4,47	-48	-49	21
Euribor 12m	4,59	-74	-77	5
Tensiones de liquidez				
UEM: OIS-spread 12m	213	102	118	205
España: Ted-spread 12m	213	111	118	197
Riesgo país: diferencial a 5 años entre España y Alemania				
Soberano	48	23	30	39
Cédulas	42	12	11	32

Fuente: Bloomberg
* Todas las cifras son pbs salvo el nivel del Euribor

Gráfico 2.3.

Banco Central Europeo vs. Reserva Federal: Préstamo neto a instituciones depositarias* (en miles de millones, promedio mensual)



Fuente: BBVA, Reserva Federal y BCE.

* FED: Acuerdos de recompra de securities + Préstamos a instituciones depositarias + TAF + línea de AIG + Crédito a fondos monetarios menos Reservas. BCE: Créditos a entidades crediticias de la zona euro relacionadas con política monetaria menos depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro relacionadas con operaciones de política monetaria.

Gráfico 2.4.

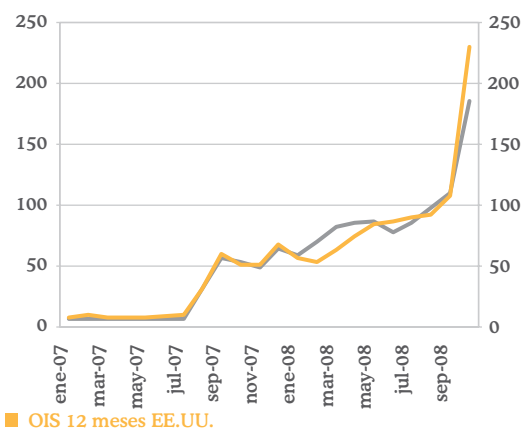
Euribor 12 Meses



Fuente: Datastream y SEE BBVA

Gráfico 2.5.

EE.UU. vs. UEM: indicador de tensiones de liquidez interbancaria: diferencial LIBOR - OIS a 12 meses



■ OIS 12 meses EE.UU.

■ OIS 12 meses UEM

Fuente: SEE BBVA y Bloomberg

mente, las inyecciones de liquidez abarcaron subastas a plazos más amplios y, más recientemente, el BCE abrió un programa para suministrar liquidez ilimitada a tipo fijo mientras se mantengan las condiciones extremas en los mercados y rebajó sustancialmente las condiciones del colateral exigido para acudir a las subastas de liquidez.

Sin embargo, las soluciones basadas únicamente en la inyección de liquidez de los bancos centrales se han revelado insuficientes hasta el momento, pues no tienen impacto más allá de los plazos cortos y en un contexto de desconfianza extrema como el actual, la distribución a través del sistema financiero y hacia el crédito final de dichas inyecciones es muy limitada. Efectivamente, los préstamos de los bancos centrales se instrumentan a plazos relativamente cortos. Por tanto, y dada la presión existente sobre el mercado interbancario, las inyecciones de liquidez han tenido un efecto muy limitado en los tipos de interés, como se observa en el gráfico adjunto que recoge la evolución del euribor. En estas condiciones, la distribución de la liquidez de los bancos centrales no es suficiente para garantizar la fluidez del crédito a las familias y empresas, objetivo último si quiere evitarse un impacto significativo en la economía real.

Más recientemente se ha producido un intenso cambio de expectativas de política monetaria. La constatación de que las economías de EE.UU. y de Europa caminan hacia la recesión, junto con la moderación de precios que los mercados de materias primas están mostrando, han permitido una significativa relajación en las expectativas de política monetaria que ha llevado a rebajas coordinadas de tipos oficiales desde el pasado mes de septiembre de 100 puntos básicos en la Zona Euro (hasta el 3,25%) y en EE.UU. (hasta el 1%). Aunque paulatinamente las bajadas de tipos han ido reflejándose en una disminución de los tipos de interés del interbancario, lo cierto es que las tensiones financieras permanecen excepcionalmente elevadas, tanto por el tono actual como por las expectativas de política monetaria, como refleja el diferencial OIS, que aproxima la disponibilidad de fondos en los mercados (véase gráfico adjunto).

Sin embargo, el verdadero cambio en cuanto a la toma de medidas para hacer frente a la crisis financiera ha procedido de los gobiernos, que han elaborado planes de actuación en el sistema financiero en coordinación con los bancos centrales. Aunque las medidas presentan diferencias notables por países ² y, de hecho, han ido modificándose paulatinamente, en general tratan de cumplir con una serie de objetivos generales, de entre los cuales se pueden señalar los siguientes: 1) eliminar la incertidumbre sobre la posibilidad de riesgo sistémico; 2) aumentar la confianza en el sistema, mediante la ampliación de garantías de depósitos; 3) facilitar la liquidez a corto plazo y el restablecimiento de los mecanismos de financiación a más largo plazo, mediante la compra de activos bancarios y los avales públicos al endeudamiento. Algunos gobiernos han adoptado medidas enfocadas a garantizar la solvencia de sus sistemas financieros mediante la recapitalización de aquellos bancos con posiciones de capital más débiles.

Con todo, estos planes pueden colaborar con un más rápido restablecimiento de la normalidad en los mercados financieros y la aceleración del saneamiento del sistema, aunque no cabe esperar efectos inmediatos. Quedan incertidumbres derivadas de la implementación de las medidas anunciadas. Aún así, cabe valorar positivamente estas actuaciones, en cuanto que han servido para alejar la posibilidad de riesgo sistémico y pueden servir para solucionar las dificultades que, en el momento actual, tiene la financiación a medio y largo plazo de las ins-

² Para una evaluación del plan que el Gobierno de España adoptó en el marco del Ecofin, véase nuestro Observatorio Económico de 9 de octubre: "España adopta medidas preventivas para hacer frente a la crisis financiera internacional", disponible en http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EEUES_081009_observatorioeconomico_106_tcm268-174236.pdf

tituciones bancarias y, por lo tanto, el impulso al crédito hacia otros sectores de la economía.

La disponibilidad de crédito es uno de los factores que influirá en la intensidad de la caída del crecimiento en España

El comportamiento del crédito constituye la conexión entre la crisis financiera en marcha y la economía real. Como se observa en el gráfico adjunto, desde 2007 el crecimiento del crédito a consumidores y empresas en España viene mostrando una significativa corrección desde niveles de extraordinario dinamismo alcanzados en los años de expansión económica, tipos de interés muy bajos y abundante liquidez internacional. La intensa desaceleración del crédito que ha estado experimentándose hasta ahora, está muy relacionada con factores de demanda, como el deterioro de las perspectivas de actividad y empleo de empresas y hogares, a lo que hay que sumar el incremento de los tipos de interés de mercado. De hecho, de acuerdo a la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) del Banco de España, es cierto que las tensiones en los mercados financieros influyen más negativamente en los criterios de concesión de préstamos (más a grandes empresas que a pequeñas o a familias). Pero también lo es que ese ajuste de los criterios de concesión no parece ser, en términos generales, una genuina incapacidad de conceder crédito, sino que está relacionada con el deterioro del entorno cíclico. Según la EPB, las condiciones de liquidez de las entidades o su capacidad de acceso a la financiación son menos restrictivas para las condiciones de concesión de préstamos a empresas de lo que lo eran en el periodo anterior de la encuesta.

Con todo, la persistencia en las dificultades de acceso a los mercados de financiación está aumentando el riesgo de que finalmente en 2009 se produzca una restricción de crédito, evidente ya en los mercados mayoristas a nivel global, lo que podría deteriorar adicionalmente el crecimiento del crédito. En caso de producirse esta situación, los planes adoptados en España pueden contribuir a que el impacto sea acotado o, incluso, a que paulatinamente el crédito fluya con más normalidad hacia consumidores y empresas, limitando las consecuencias negativas sobre la actividad y el empleo. Probablemente las medidas adoptadas no podrán evitar la recesión, pero servirán para modular su profundidad y para que la normalización de los mercados de crédito minorista se alcance antes.

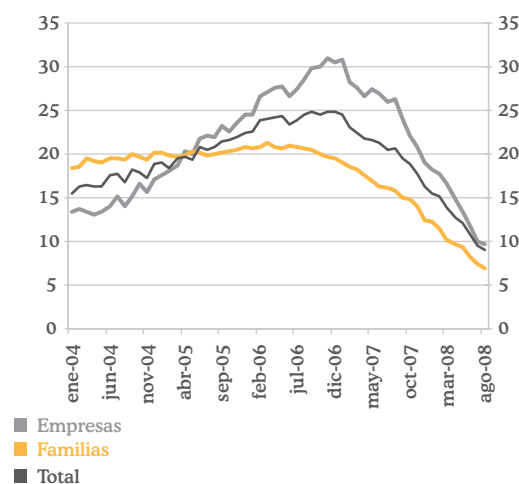
La economía española acelera el ritmo de su ajuste en los últimos meses de 2008, especialmente en consumo e inversión no residencial. La actividad industrial se acerca a los ritmos de caída de la construcción

En este entorno global adverso, la economía española estaría entrando en una fase más aguda de ajuste, como refleja la evolución durante el segundo semestre de 2008 de los indicadores de coyuntura. En general, los indicadores de consumo de los hogares han venido acumulando fuertes caídas en línea con el deterioro de sus factores fundamentales: destrucción de empleo, caída del componente financiero e inmobiliario de su riqueza y tipos de interés que no han comenzado a moderarse hasta el cuarto trimestre. Por otro lado, los indicadores de la actividad de vivienda han presentado un comportamiento peor del esperado, lo que en un entorno en el que se deteriora la renta disponible de los hogares y se mantienen las dificultades de financiación del sector, lleva a revisar a la baja el número de viviendas iniciadas y la inversión en vivienda esperada en 2009. Sin embargo, en la segunda mitad de 2008, han sido los indicadores de inversión no residencial los que más se han deteriorado respecto a lo previsto. Este componente del PIB había mostrado cierto dinamismo hasta mediados de 2008, pero conforme llega nueva información registra un deterioro cada vez

Gráfico 2.6.

España, crecimiento del crédito gestionado

(Tasa de variación interanual)

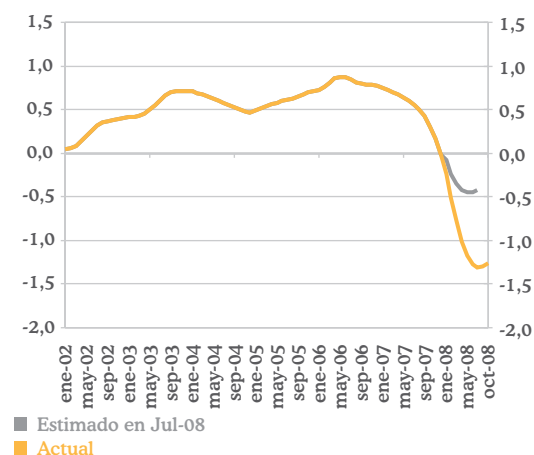


Fuente: SEE BBVA a partir de Banco de España

Gráfico 2.7.

España, Indicador de Actividad IA-BBVA

(Desviaciones con respecto a la tendencia)

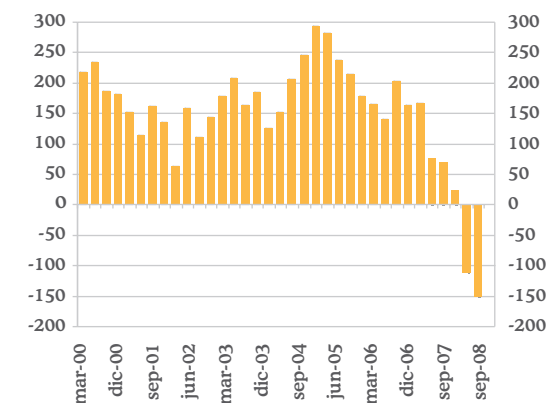


Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.8.

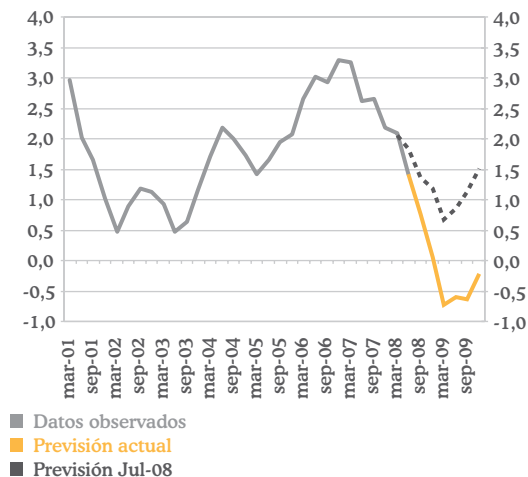
España, Empleo EPA Corregido de Estacionalidad

(Variación trimestral en miles)



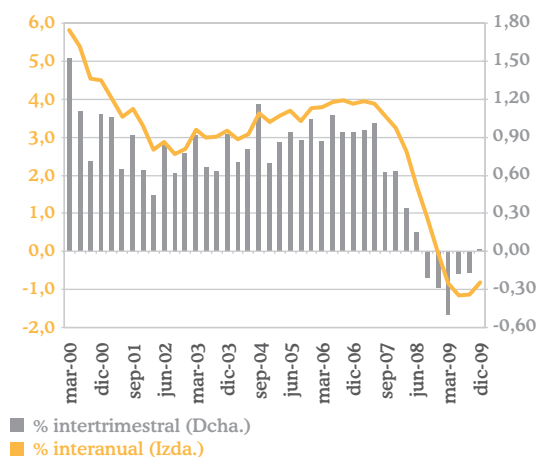
Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 2.9.
UEM, Crecimiento Económico
(Tasa de crecimiento trimestral)



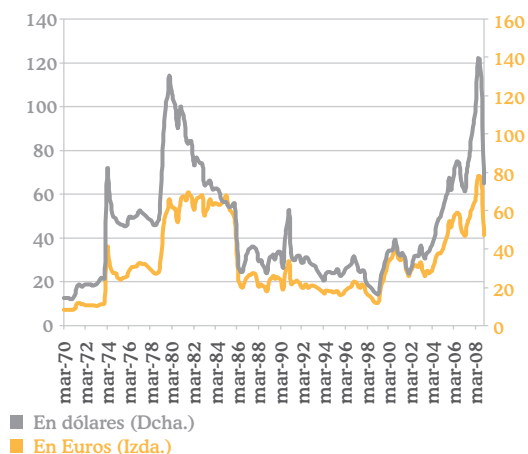
Fuente: Eurostat y SEE BBVA

Gráfico 2.10.
España, Crecimiento del PIB



Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 2.11.
Precio del Petróleo
(en dólares y euros constantes de 2008)



Fuente: Datastream and SEE BBVA

mayor, resultado de la combinación de la caída de las expectativas de la actividad y los beneficios empresariales y del endurecimiento de las condiciones financieras antes señalado.

Por el lado más positivo, con información disponible hasta agosto, la economía española se sigue beneficiando del dinamismo de las exportaciones, que siguen sorprendiendo al alza. En especial, cabe destacar el dinamismo que experimentan las exportaciones con destino fuera de la UE. Incluso las exportaciones a Europa se mantienen en niveles de relativo dinamismo, más aún si tenemos en cuenta el proceso de contracción que experimenta la zona euro, principal destino inmediato de las exportaciones españolas. Todo ello unido al descenso de las importaciones, tanto en valor como en volumen, permite acotar en términos de PIB la caída que experimenta la demanda interna.

Por el lado de la actividad, lo más reseñable es el rápido deterioro de la actividad industrial, que se acerca desde mediados de 2008 a las tasas de caída del sector de la construcción, el que registra un ajuste más acusado.

Con todo, se estima que la economía española se habría contraído en el tercer trimestre de 2008 el 0,2%. En tasas interanuales, la economía se habría desacelerado hasta el 0,9%, desde el 1,8% del trimestre anterior. En la fecha de cierre de este informe, la información coyuntural sobre el cuarto trimestre es relativamente escasa, pero la conocida hasta el momento apunta a un deterioro adicional, consistente con nuestra estimación de caída cercana al 0,3% trimestral, lo que llevaría a un estancamiento en términos interanuales. En promedio anual, 2008 se cerrará finalmente con un crecimiento del 1,3%, precisamente el rango bajo de la previsión presentada en la edición previa de Situación España.

El cambio de escenario global impacta en la economía española por distintos canales; demanda externa y restricción de crédito afectan negativamente ...

La recesión en la que España habría entrado en la segunda mitad de 2008 continuará hasta bien avanzado 2009, dando como resultado una caída promedio del PIB del 1,0%. Ello es consecuencia del impacto que el escenario global tendrá sobre la economía española. En síntesis, la revisión a la baja de nuestras perspectivas de crecimiento para 2009 (en 1,5 pp) es el resultado de un deterioro que impacta por distintos canales. Por una parte, el debilitamiento de la economía global supondrá un freno a la capacidad de exportación de la economía española y unas condiciones más desfavorables para la inversión en equipo. En 2009, por tanto, se registrarán caídas de ambos componentes. En segundo lugar, una disponibilidad de crédito menos abundante afectará a los planes de inversión de las empresas, y a la financiación de las decisiones de gasto en consumo y vivienda.

... pero la caída en marcha de los precios de la energía y la que experimentarán, aun más intensamente, los tipos de interés, dará cierto soporte a la renta y al gasto en la economía española

El nuevo escenario incluye también elementos que suponen un cambio positivo y un punto de apoyo para la economía española. Al igual que en el anterior Situación España se puso de manifiesto la especial vulnerabilidad de la economía española ante los aumentos del precio del petróleo, en el momento en que esa tendencia revierte, cabe señalar que constituye un punto de apoyo relativo. Efectivamente, el pasado mes de julio se alcanzaron los máximos históricos en los precios del petróleo, tanto en términos nominales como reales, por encima de los

registrados con ocasión de los dos shocks petroleros de los 70. Desde entonces, se ha producido un cambio de tendencia hacia nuestro escenario. Aunque con todo, los precios del petróleo se mantendrán por cierto tiempo elevados (nuestra previsión actual es de 74,3 dólares como promedio de 2009), no cabe esperar una detracción de renta disponible como la experimentada en 2008. Efectivamente, la moderación de los precios del petróleo ha llevado a caídas significativas de la inflación en todo el mundo. En el caso de España, la inflación ha caído en 1,7 puntos porcentuales en apenas 3 meses, y nuestras previsiones apuntan a una inflación por debajo del 3% en diciembre y en el 2,3% como promedio de 2009.

La expectativa de una inflación relativamente anclada en la zona euro, junto con la debilidad del crecimiento europeo, ha llevado a un intenso cambio de expectativas de política monetaria en el área del euro. En el último mes y medio se han producido dos recortes de 100 puntos básicos (hasta el 3,25%) y se espera que la relajación monetaria continúe con rápidos movimientos hasta alcanzar el 1,5% en la primera mitad de 2009. Las perspectivas actuales, por tanto, apuntan a unos tipos de interés más bajos que hace tres meses. Una economía como la española, con niveles de deuda en el balance de empresas y hogares más elevados y, además, con una mayor proporción de ella referenciada a tipo variable, ha de verse más favorecida que otras del área del euro ante el comportamiento esperado de los tipos de interés.

La economía española verá otro impulso en el tipo de cambio efectivo real. Desde el pasado mes de julio el euro se ha depreciado frente al dólar de una forma sustancial, proceso que habrá de continuar ante las expectativas de caídas de tipos en la zona euro. Ello compensará en las exportaciones el freno que supondrá la debilidad del crecimiento europeo.

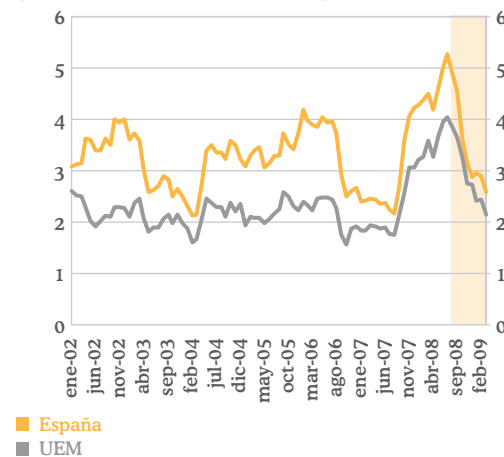
Aunque la caída en 2009 no se podrá evitar, la toma de medidas adicionales podría acotarla

La suma de todos estos impactos conducirá a la economía española a un período, primero de recesión y luego, en la parte final de 2009, de relativo estancamiento. La caída del PIB tendrá un reflejo en el intenso deterioro que se observará en el mercado laboral. La evolución del mismo responde a dos fenómenos distintos. Por una parte, en el mercado laboral convive un dinamismo de la población activa que, en plena fase contractiva del ciclo, continúa creciendo a niveles más propios de expansión (ver Recuadro 1 adjunto). Por otra, la creación de empleo experimentará una evolución consistente con la intensidad del ajuste soportado por la economía española, que previsiblemente destruirá algo más de 600 mil puestos de trabajo en términos de EPA. Ambos elementos se combinarán hasta conducir a un intenso repunte de la tasa de paro, que alcanzará en promedio anual el 15,4%, desde el 11,0% previsto para 2008.

Como conclusión, es difícil anticipar cuándo se superará la crisis financiera o qué efecto van a tener las intervenciones de los gobiernos. El crecimiento económico en 2009 dependerá de la eficacia de las medidas que se han adoptado. El crecimiento del PIB podría ser prácticamente nulo (-0,1%) en caso de una relativamente rápida resolución de la crisis global, pero se acercaría al -1,5% en un escenario en el que el recrudescimiento de los problemas financieros continuase, el deterioro de la demanda externa fuese aún mayor de lo esperado y las medidas de las autoridades no tuviesen el impacto esperado en la reactivación del crédito.

Gráfico 2.12.

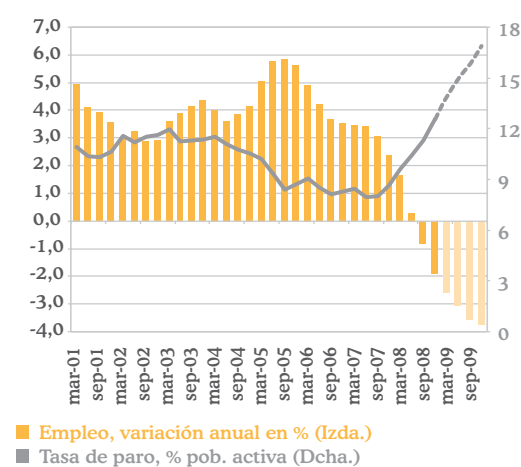
Inflación (Tasa de variación interanual)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.13.

Empleo y Tasa de Paro



Fuente: INE y SEE BBVA

Nota: sesgo de 2005 derivado del cambio metodológico

Recuadro 1: Los determinantes del dinamismo actual de la población activa en España¹

Uno de los aspectos que diferencian la coyuntura actual de la de etapas precedentes de ralentización del crecimiento económico en España es el significativo dinamismo de la población activa. Tal y como indican los Gráficos 1 y 2, si bien existe una relación positiva entre el crecimiento económico y la evolución de la población activa, la correlación, tanto contemporánea como extemporánea, es débil. En concreto, si se centra la atención en la recesión económica de principios de la década de los 90, se observa que el crecimiento de los activos se desaceleró durante los trimestres iniciales, retornando a continuación a las tasas previas al inicio de la etapa recesiva. Por el contrario, en el ciclo actual la población activa no está ralentizando su crecimiento: desde comienzos del año 2007, el crecimiento tendencial del número de activos en el mercado laboral español se ha acelerado ligeramente.

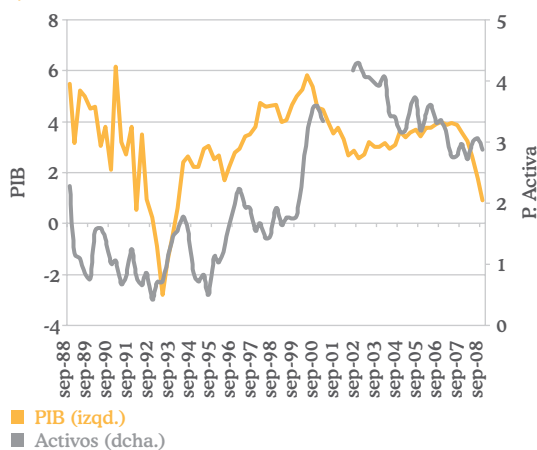
El objetivo del presente recuadro es analizar los determinantes de la evolución actual de la población activa, para lo cual se examinan los cambios que han tenido lugar entre 2005 y 2008 en las transiciones de entrada y salida del mercado laboral. Como se muestra a continuación, **el crecimiento reciente de la población activa se explica por un aumento significativo de la propensión de la población en edad de trabajar a participar en el mercado laboral**, como consecuencia de que ha disminuido la probabilidad de abandono del mercado laboral, tanto desde el empleo como desde el desempleo, y de que ha aumentado la probabilidad de transición al desempleo desde la inactividad. **Hasta el momento, no existe evidencia de un efecto desánimo entre la población derivado de la ralentización de la actividad económica y del empleo.**

El crecimiento reciente de la población activa se explica: (1) porque disminuye la probabilidad de abandono del mercado laboral, tanto desde el empleo como desde el desempleo, y (2) porque aumenta la probabilidad de transición al desempleo desde la inactividad

La población activa puede crecer bien porque aumentan los flujos de entrada en el empleo o el desempleo desde la inactividad, bien porque disminuyen los de salida hacia la inactividad, o bien por la combinación de ambos efectos². El Gráfico 3 muestra la descomposición de la variación trimestral de la

Gráfico 1.
PIB y población activa.

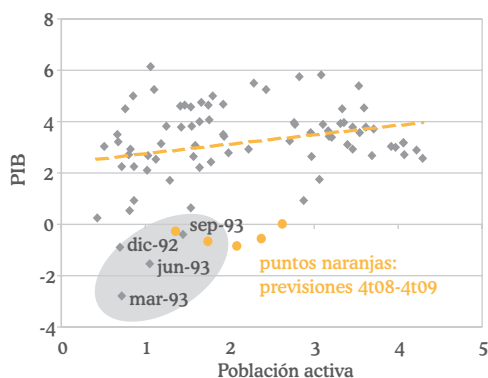
(% a/a)



Fuente: INE y SEE BBVA.
(Año 2001: cambio en la definición de desempleado)

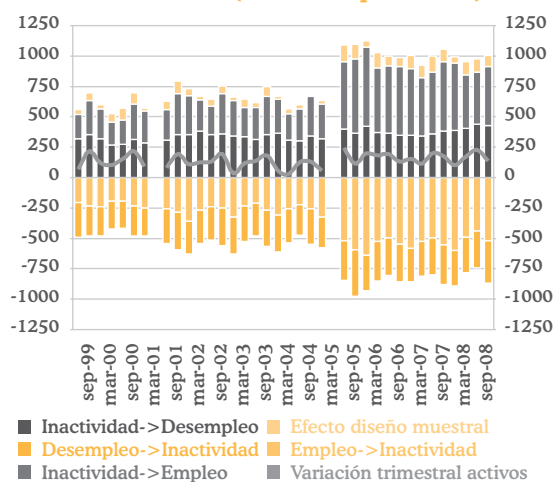
Gráfico 2.
PIB y población activa.

(Tasas de variación interanual desde el 2t1988 hasta el 3t2008)



Fuente: INE y SEE BBVA.

Gráfico 3.
Población activa. Descomposición de la variación trimestral (miles de personas)



Fuente: INE y SEE BBVA.
(Transiciones entre dic-00 y mar-01: afectadas por el cambio en la definición de desempleado; transiciones entre dic-04 y mar-05: afectadas por el cambio metodológico de la EPA)

¹ Se agradecen los comentarios y sugerencias de Cristina Fernández y Rafael Doménech.

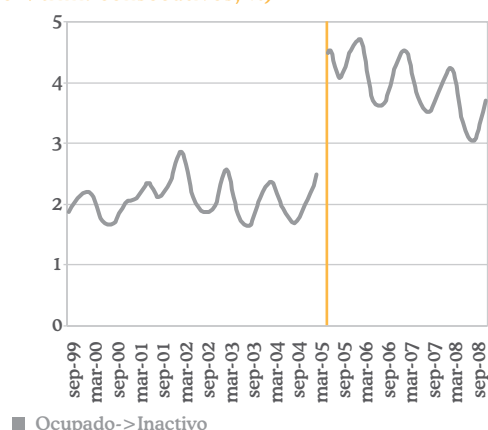
² Una parte del crecimiento de la población activa no se explica por la diferencia entre los flujos de entrada desde la inactividad y los de salida desde la actividad, sino que se deriva del diseño muestral utilizado para elaborar la EPA. Así, dado que se trata de una encuesta rotatoria, cada trimestre se renueva 1/6 de la muestra. Además, la erosión muestral derivada de la falta de respuesta exige que las observaciones perdidas sean sustituidas por otras semejantes para preservar la representatividad. Sin embargo, este efecto diseño tradicionalmente ha contribuido de forma positiva al crecimiento de la población activa. Pese a que en este recuadro no se analizan los determinantes del efecto diseño, nótese que la correlación entre la variación trimestral registrada de la población activa y la explicada por los flujos de entrada y salida del mercado laboral es de 0,95.

población activa entre los flujos que la determinan. Los resultados indican que el crecimiento reciente de los activos se explica por: (i) la disminución del número de ocupados y desempleados que abandonan el mercado laboral, y (ii) el incremento del número de inactivos que transitan al desempleo.

Con el objetivo de analizar los determinantes de cada uno de los flujos laborales responsables del aumento de la población activa, conviene expresar las magnitudes en términos relativos. Así, los Gráficos 4, 5 y 6 representan la evolución de las probabilidades de transición que explican la evolución de los activos. Mientras que las probabilidades de transitar desde la actividad hacia la inactividad exhiben una tendencia decreciente desde 2005, la de entrar en el desempleo desde la inactividad crece ligeramente desde comienzos de 2007, siendo compensada por la caída de la probabilidad de acceso a la ocupación desde la inactividad.

Gráfico 4.

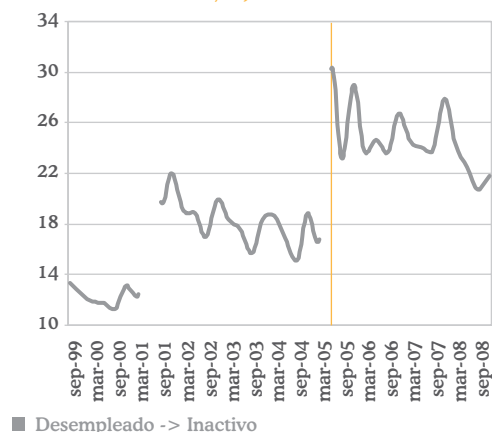
Flujo de salida del empleo hacia la inactividad
(Prob. de transición desde el empleo hacia la inactividad entre 2 trim. consecutivos, %)



Fuente: SEE BBVA
(Transiciones entre dic-00 y mar-01: afectadas por el cambio en la definición de desempleo; transiciones entre dic-04 y mar-05: afectadas por el cambio metodológico de la EPA).

Gráfico 5.

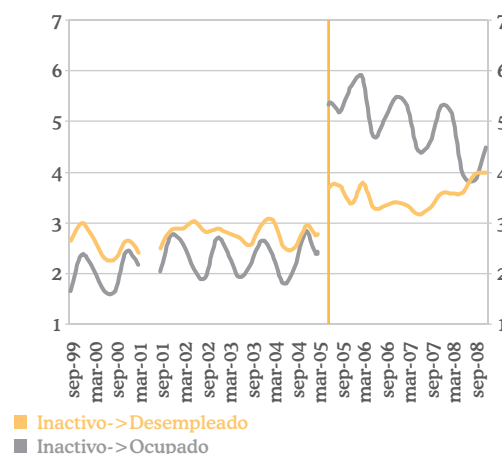
Flujo de salida del desempleo hacia la inactividad
(Prob. de transición desde el desempleo hacia la inactividad entre 2 trim. consecutivos, %)



Fuente: SEE BBVA
(Transiciones entre dic-00 y mar-01: afectadas por el cambio en la definición de desempleo; transiciones entre dic-04 y mar-05: afectadas por el cambio metodológico de la EPA).

Gráfico 6.

Flujos de salida de la inactividad
(Prob. de transición desde la inactividad hacia el empleo/desempleo entre 2 trim. consecutivos, %)



Fuente: SEE BBVA
(Transiciones entre dic-00 y mar-01: afectadas por el cambio en la definición de desempleo; transiciones entre dic-04 y mar-05: afectadas por el cambio metodológico de la EPA)

La razón principal que explica los cambios recientes en las probabilidades de transición que intervienen en el crecimiento de los activos no es tanto una alteración en la composición de la población española, sino un aumento significativo de su propensión a participar en el mercado laboral

Tanto la magnitud de las probabilidades de transición determinantes de la evolución de la población activa como sus cambios a lo largo del tiempo dependen de la estructura de la población implicada en cada transición en cada momento. Así, si entre dos períodos crece el peso de un grupo poblacional con una mayor propensión relativa a participar en el mercado laboral (por ejemplo, hombres jóvenes de nacionalidad extranjera), se registrará un incremento de la probabilidad de transitar a la actividad incluso aunque la propensión a participar de cada grupo no cambie. Pero además, incluso aunque la composición de la población no se altere, la probabilidad de transición puede variar al cambiar la propensión a participar en el mercado laboral de los grupos poblacionales responsables de dicha transición.

Para distinguir qué parte del cambio en cada probabilidad de transición se debe a la variación en la composición de la población y qué parte al cambio en la propensión a participar de cada grupo, se hace uso del análisis *shift-share*. Esta metodología descompone la diferencia entre dos períodos de cada probabilidad de transición en tres sumandos³:

1. El primero cuantifica el cambio en la probabilidad de transición respectiva provocado por la variación de la composición de la población cuando la propensión a participar de cada grupo poblacional permanece constante. Por tanto, este sumando -denominado **efecto composición-**

³ En el Anexo del recuadro se puede consultar la descomposición del cambio de cada una de las probabilidades de transición analizadas.

es el componente puramente demográfico de la variación de cada probabilidad de transición.

- El segundo componente indica cuánto varía la probabilidad de transición analizada cuando sólo cambia la propensión a participar en el mercado laboral de cada grupo poblacional pero no sus tamaños (poblacionales) relativos. A este sumando se le denomina **efecto ánimo** y mide la variación en la probabilidad exenta del cambio demográfico.
- El tercero es la **interacción** de los anteriores y recoge el efecto conjunto de los cambios en la estructura poblacional y en la propensión a participar en el mercado laboral.

Por tanto, antes de realizar la descomposición de las probabilidades de transición cuyo cambio explica el crecimiento de la población activa, es necesario conocer qué variables explican la evolución de cada probabilidad de transición. Para ello, se estiman tres modelos de elección discreta, uno para cada una de las transiciones analizadas. En cada uno de ellos, se hace depender la variable dependiente⁴ de un conjunto de variables sociodemográficas, de variables indicadoras de la Comunidad Autónoma y de la tasa de paro en el trimestre de origen y en el de destino. Los resultados de las estimaciones indican que el sexo, la edad, el nivel educativo, la nacionalidad y la relación con los Servicios Públicos de Empleo (SPE) constituyen el subconjunto común de regresores que mejor explica la evolución de las tres probabilidades de transición analizadas⁵.

Las cinco variables anteriormente comentadas (sexo, edad, nivel educativo, nacionalidad y relación con los SPE) son utilizadas para construir los subgrupos de población cuya composición y propensión a participar se analizan. Para ello, se divide la edad en tres intervalos (16-34, 35-54 y mayor o igual a 55), la educación en tres niveles (primaria o inferior, secundaria y universitaria) y la relación con los SPE en dos grupos (individuos que no están inscritos ni percibiendo prestación vs. el resto). La interacción de las categorías de respuesta de las cinco variables da como resultado 72 grupos poblacionales mutuamente excluyentes.

Los Cuadros 1, 2 y 3 recogen los resultados de la descomposición de la diferencia entre comienzos de 2005 y comienzos de 2008 de cada una de las probabilidades de transición trimestrales responsables del crecimiento de la población activa⁶.

⁴ La variable dependiente de cada ecuación toma valor 1 cuando el individuo transita y 0 en caso contrario.

⁵ Los resultados detallados de las estimaciones se encuentran a disposición del lector interesado.

⁶ Los resultados obtenidos son cualitativamente iguales si en lugar de analizar las diferencias entre 2005 y 2008 de las probabilidades de transitar entre el 1t y el 2t, se estudia la transición trimestral posterior.

Cuadro 1.

Cambio en la probabilidad de transitar entre el empleo y la inactividad.

Diferencia entre 1t2005->2t2005 y 1t2008->2t2008 en puntos porcentuales

	Efecto total	Efecto composición	Efecto desánimo	Interacción
Total	-1,08	-0,19	-0,89	0,00
Sexo				
Mujer	-0,61	-0,04	-0,58	0,01
Hombre	-0,47	-0,15	-0,31	-0,01
Edad				
16-34 años	-0,55	-0,09	-0,42	-0,05
35-54 años	-0,23	-0,07	-0,20	0,03
55 y más años	-0,30	-0,03	-0,28	0,01
Nivel educativo				
Primaria o inferior	-0,48	-0,26	-0,28	0,07
Secundaria	-0,53	0,08	-0,54	-0,07
Universitaria	-0,08	-0,01	-0,07	0,00
Nacionalidad				
Extranjera	-0,01	0,22	-0,17	-0,07
Española	-1,07	-0,41	-0,72	0,06
Relación con los SPE				
No inscrito como demandante ni percibiendo prestación	-0,30	-0,25	-0,09	0,05
Otra relación	-0,78	0,06	-0,80	-0,05

Fuente: SEE BBVA

Cuadro 2.

Cambio en la probabilidad de transitar entre el desempleo y la inactividad

Diferencia entre 1t2005->2t2005 y 1t2008->2t2008 en puntos porcentuales

	Efecto total	Efecto composición	Efecto desánimo	Interacción
Total	-2,51	-0,31	-2,77	0,57
Sexo				
Mujer	-2,45	-0,41	-2,42	0,37
Hombre	-0,06	0,10	-0,35	0,20
Edad				
16-34 años	-0,68	-0,83	-0,22	0,37
35-54 años	-1,86	0,43	-2,37	0,08
55 y más años	0,03	0,09	-0,18	0,13
Nivel educativo				
Primaria o inferior	-0,73	0,09	-1,33	0,51
Secundaria	-1,30	-0,06	-1,46	0,22
Universitaria	-0,47	-0,34	0,03	-0,16
Nacionalidad				
Extranjera	1,67	1,19	0,09	0,39
Española	-4,18	-1,50	-2,86	0,18
Relación con los SPE				
No inscrito como demandante ni percibiendo prestación	-2,98	-0,67	-2,40	0,09
Otra relación	0,47	0,36	-0,37	0,48

Fuente: SEE BBVA

Cuadro 3.

Cambio en la probabilidad de transitar entre la inactividad y el desempleo

Diferencia entre 1t2005->2t2005 y 1t2008->2t2008 en puntos porcentuales

	Efecto total	Efecto composición	Efecto ánimo	Interacción
Total	1,58	0,78	0,56	0,23
Sexo				
Mujer	0,99	0,47	0,37	0,15
Hombre	0,58	0,31	0,19	0,08
Edad				
16-34 años	0,77	0,45	0,24	0,08
35-54 años	0,66	0,27	0,23	0,16
55 y más años	0,14	0,06	0,09	0,00
Nivel educativo				
Primaria o inferior	0,34	0,13	0,16	0,05
Secundaria	0,95	0,50	0,32	0,13
Universitaria	0,28	0,15	0,08	0,05
Nacionalidad				
Extranjera	0,69	0,38	0,15	0,16
Española	0,89	0,40	0,42	0,07
Relación con los SPE				
No inscrito como demandante ni percibiendo prestación	0,50	0,25	0,19	0,06
Otra relación	1,08	0,53	0,38	0,17

Fuente: SEE BBVA

La menor propensión a abandonar el mercado laboral (efecto desánimo) explica más del 82% de la caída en la probabilidad de transición a la inactividad desde el empleo...

Comenzando por la **probabilidad de transitar entre el empleo y la inactividad** (Cuadro 1), los resultados indican que un 82,4% de su disminución se debe al menor efecto desánimo, *es decir*, si la composición de los grupos poblacionales no hubiese cambiado entre comienzos de 2005 y comienzos de 2008, la probabilidad de transitar a la inactividad de los ocupados se habría reducido 0,89 puntos porcentuales (pp) debido a la caída en la propensión a abandonar el mercado laboral.

Si bien ambos **sexos** contribuyen a la reducción de la probabilidad de abandono del mercado laboral desde el empleo, son las mujeres las principales responsables (-0,61 pp), debido, principalmente, al efecto desánimo, significativamente mayor que el de los hombres.

Por **tramos de edad**, son los menores de 35 años los causantes de la reducción de la probabilidad de entrada en la inactividad desde el empleo (-0,55 pp). La causa es la disminución intensa de su propensión a abandonar la población activa (-0,42 pp).

La reducción en la probabilidad de acceso a la inactividad está causada- prácticamente a partes iguales- por el cambio en la probabilidad de transición de los ocupados con **educación** primaria y secundaria. Con todo, los determinantes de ambas disminuciones difieren. En el caso de los empleados con educación primaria o inferior, la reducción de la probabilidad de

abandono del mercado laboral se debe tanto a las caídas del efecto composición (-0,26 pp) como del efecto desánimo (-0,28 pp). Por el contrario, la disminución de la probabilidad de transitar a la inactividad de los empleados con educación secundaria se debe, únicamente, al efecto desánimo (-0,54). De hecho, si la propensión a abandonar el mercado laboral de cada grupo de ocupados con educación secundaria hubiese permanecido constante en sus valores iniciales (1t2005), el cambio en la composición habría provocado un incremento de 0,08 pp en la probabilidad de transición a la inactividad desde el empleo. Por su parte, los ocupados con educación universitaria no cambian su composición entre los dos períodos analizados y tan solo reducen en 0,1 pp su propensión a abandonar el mercado laboral⁷.

Quizá el resultado más divergente entre grupos es el que se obtiene al descomponer el cambio en la probabilidad de transición por la **nacionalidad** del trabajador. Así, el Cuadro 1 indica que la caída de la probabilidad de entrar en la inactividad desde el empleo está causada, íntegramente, por la disminución de la misma entre los trabajadores españoles⁸. Entre los extranjeros, la reducción del efecto composición compensa el incremento del efecto desánimo. En conclusión, la probabilidad de transición de empleo a inactividad disminuye a pesar del aumento del número de inmigrantes ocupados que abandonan el mercado laboral.

Por último, un 72,4% de la disminución en la probabilidad de salida a la inactividad está causada por la reducción del efecto desánimo entre los ocupados inscritos en una **oficina de empleo** como demandantes de (otro) empleo. Por tanto, si bien la proporción de ocupados que buscan activamente otro trabajo a través de los SPE apenas cambia en el período analizado, su propensión a abandonar el mercado laboral se reduce sensiblemente.

..., y la totalidad del descenso de la probabilidad de transición a la inactividad desde el desempleo

Al igual que en el caso anterior, la reducción del efecto desánimo es la causa principal de la caída de la **probabilidad de transición desde el desempleo hacia la inactividad** (Cuadro 2). El efecto composición actúa en la misma dirección pero en una cuantía significativamente menor (-0,31 pp frente a -2,77), mientras que la interacción de ambos efectos es positiva y relevante⁹.

La disminución de la probabilidad de transitar a la inactividad desde el desempleo está causada por la reducción de

⁷ Que los titulados universitarios tengan un efecto menor sobre el cambio en la probabilidad de transición desde la ocupación a la inactividad, no significa que el nivel educativo sea una variable irrelevante a la hora de explicar dicha transición. De hecho, los resultados de las estimaciones previas sugieren lo contrario: la educación tiene un efecto negativo y creciente sobre la probabilidad de abandono del mercado laboral por parte de un ocupado. Mientras que los trabajadores con educación secundaria tienen una probabilidad de abandono 2,3 pp menor que aquellos con educación primaria o inferior, esta cifra crece hasta los 3,7 pp en el caso de los ocupados con titulación universitaria.

⁸ Este resultado es consistente con la evidencia obtenida a partir de la estimación de la probabilidad de transición de la ocupación a la inactividad. Los resultados de la misma indican que, *ceteris paribus*, tener nacionalidad española reduce la probabilidad de abandono del mercado laboral un 0,8%.

⁹ Un efecto interacción positivo puede significar que existen grupos de desempleados con un peso poblacional creciente que han aumentado su probabilidad de abandonar el mercado laboral (o viceversa) y que la agregación de estos efectos cruzados domina sobre el resto.

la misma entre las **mujeres** (-2,45 pp), la cual, a su vez, se debe al menor efecto desánimo (-2,42 pp).

Por **tramos de edad**, es la reducción de la probabilidad de abandono de los desempleados entre 35 y 44 años el determinante principal del cambio en la probabilidad de transición del conjunto, a pesar del signo positivo del efecto composición: si la propensión a entrar en la inactividad de los desempleados entre 35 y 44 años no hubiese cambiado entre el 2005 y el 2008, su probabilidad de abandonar el mercado laboral se habría incrementado en 0,43 pp debido al cambio en la composición de los grupos.

La descomposición del cambio de la probabilidad de transitar entre el desempleo y la inactividad indica que todos los **niveles educativos** contribuyen a su reducción. Así, son los parados con educación secundaria quienes más contribuyen (-1,30 pp) a esta reducción. Al igual que en la transición desde el empleo, el efecto desánimo domina al composición en los niveles educativos bajos. Por el contrario, la disminución del peso de los universitarios en el total de desempleados es el factor que explica la caída de la probabilidad de transición a la inactividad de dicho grupo.

De nuevo, el cambio en la probabilidad de abandono del mercado laboral difiere en función de la **nacionalidad** de los desempleados. Mientras que los extranjeros contribuyen positivamente (1,67 pp) debido principalmente al efecto composición, los nativos lo hacen negativa e intensamente (-4,18 pp). Por tanto, los españoles son los únicos causantes de la caída de la probabilidad de abandonar el mercado laboral desde el desempleo.

Los parados no inscritos en una **oficina de empleo** como demandantes y que no perciben una prestación son quienes provocan la caída de la probabilidad de transición del desempleo a la inactividad. Esto se debe tanto al efecto composición (su peso en el total de desempleados es ahora 0,67 pp menor) como, sobre todo, al efecto desánimo (su propensión a abandonar el mercado laboral se reduce 2,40 pp)¹⁰.

A diferencia de las anteriores, el incremento de la probabilidad de transición desde la inactividad al desempleo se debe, principalmente, al efecto composición

La última de las **probabilidades** de transición involucradas en el crecimiento del número de activos es la **de entrada en el desempleo desde la inactividad**. El Cuadro 3 muestra que la probabilidad de transición desde la inactividad al desempleo se ha incrementado 1,58 pp entre los dos períodos analizados. Pero a diferencia de las probabilidades de transición precedentes en las que el efecto desánimo primaba sobre el efecto composición, en la actual sucede lo contrario. Así, tan solo el 35,7% del aumento en la probabilidad de transición desde la inactividad al desempleo se debe al efecto

ánimo: si la composición de los grupos poblacionales no hubiese cambiado entre 1t2005 y 1t2008, la probabilidad de transición desde la inactividad al desempleo habría aumentado 0,56 pp.

Al igual que en los flujos de entrada en la inactividad, son las **mujeres** quienes más contribuyen al incremento de la probabilidad de entrada en el desempleo (0,99 pp). Tanto para éstas como para los hombres, el efecto composición es significativamente mayor que el efecto ánimo.

Por **tramos de edad**, los tres tramos considerados contribuyen positivamente al aumento de la probabilidad de transición al desempleo. Los resultados obtenidos indican que la contribución decrece con la edad y lo hace porque disminuyen tanto el efecto composición como el efecto ánimo.

Cuando se segmenta a la población por **nivel educativo**¹¹, se observa que un 60,4% del incremento en la probabilidad de transición al desempleo (0,95 pp) está causado, de nuevo, por el aumento de la probabilidad de transición desde la inactividad al desempleo entre los inactivos con educación secundaria. El crecimiento restante se reparte entre quienes tienen, al menos, educación primaria (0,34 pp) y aquellos con educación universitaria (0,28 pp).

A pesar de que los resultados de las estimaciones muestran que ser **español** reduce un 5,1% la probabilidad de transición al desempleo desde la inactividad, son los inactivos españoles quienes más contribuyen al aumento de la probabilidad de transición al desempleo (0,89 pp), debido tanto al efecto ánimo (0,42 pp) como al composición (0,40 pp). No obstante, los extranjeros también participan positivamente en el crecimiento de la probabilidad de entrada al desempleo (0,69 pp), pero en este caso debido, sobre todo, a su peso creciente en el total de inactivos.

Por último, la **relación con los SPE** es la variable que refleja una mayor divergencia entre grupos poblacionales. Así, un 68,5% del incremento de la probabilidad de transición de la inactividad al desempleo (1,08 pp) se debe a quienes están inscritos como demandantes de empleo y/o reciben algún tipo de prestación.

Las mujeres, los menores de 55 años, quienes tienen educación secundaria y, sobre todo, aquellos de nacionalidad española son los grupos poblacionales que más contribuyen a los cambios en las probabilidades de transición que explican el crecimiento de los activos

En conclusión, el crecimiento reciente de la población activa se explica porque disminuye la probabilidad de abandono del mercado laboral, tanto desde el empleo como desde el desempleo, y porque aumenta la probabilidad de transición al desempleo desde la inactividad.

¹⁰ Nótese que no estar inscrito en una oficina de empleo ni percibir prestación reduce 5,8 pp la probabilidad de un parado de transitar a la inactividad. Esto se debe, principalmente, a que se trata de parados de corta duración y con una trayectoria laboral breve que buscan empleo de forma intensiva ante la imposibilidad de percibir una prestación por desempleo.

¹¹ Los resultados de las estimaciones indican que, *ceteris paribus*, la probabilidad de entrada en el desempleo se reduce con el nivel educativo alcanzado por el individuo inactivo. La explicación no es que la educación afecte positivamente a la probabilidad de continuar inactivo, sino que incrementa la probabilidad de transitar al empleo.

La razón principal que explica estos cambios en las probabilidades de transición que intervienen en el crecimiento de los activos no es tanto una alteración en la composición de la población española, sino un aumento significativo de su propensión a participar en el mercado laboral de cada gru-

po poblacional. Por tanto, los datos indican que, hasta el momento, no existe evidencia de un efecto desánimo entre la población derivado de la ralentización de la actividad económica y del empleo, sino más bien lo contrario.

Anexo. Descomposición del cambio en las probabilidades de transición entre la actividad y la inactividad mediante el análisis *shift-share*

Sea x ($x=1, \dots, N$) la variable que identifica a cada uno de los N grupos poblaciones mutuamente excluyentes (en nuestro caso, 72), y $P(I^{t+1} | E^t)$ la probabilidad de transición desde el empleo hacia la inactividad entre los trimestres t y $t+1$.

El cambio en la probabilidad de transición trimestral desde el empleo hacia la inactividad entre los trimestres $t \rightarrow t+1$ y $s \rightarrow s+1$, $P(I^{s+1} | E^s) - P(I^{t+1} | E^t)$ ($s+1 > s > t+1 > t$), se puede descomponer del siguiente modo:

$$\begin{aligned} P(I^{s+1} | E^s) - P(I^{t+1} | E^t) &= \sum_{x=1}^N \alpha_x^s P_x(I^{s+1} | E^s) - \sum_{x=1}^N \alpha_x^t P_x(I^{t+1} | E^t) \\ &= \sum_{x=1}^N \left[\alpha_x^s - \alpha_x^t \right] P_x(I^{s+1} | E^s) \\ &\quad \text{Efecto composición} \\ &\quad + \sum_{x=1}^N \alpha_x^s \left[P_x(I^{s+1} | E^s) - P_x(I^{t+1} | E^t) \right] \\ &\quad \text{Efecto ánimo} \\ &\quad + \sum_{x=1}^N \left[\alpha_x^s - \alpha_x^t \right] \left[P_x(I^{s+1} | E^s) - P_x(I^{t+1} | E^t) \right], \\ &\quad \text{Efecto interacción} \end{aligned}$$

donde α_x^p denota el peso del grupo x de ocupados en el empleo del conjunto de la economía en el trimestre p y $P_x(I^{s+1} | E^s)$, la probabilidad de transición para el grupo x entre el empleo en el trimestre s y la inactividad en el trimestre $s+1$.

De modo semejante, la descomposición del cambio en la probabilidad de transición trimestral desde el desempleo hacia la inactividad entre los trimestres $t \rightarrow t+1$ y $s \rightarrow s+1$, $P(I^{s+1} | D^s) - P(I^{t+1} | D^t)$, es:

$$\begin{aligned} P(I^{s+1} | D^s) - P(I^{t+1} | D^t) &= \sum_{x=1}^N \beta_x^s P_x(I^{s+1} | D^s) - \sum_{x=1}^N \beta_x^t P_x(I^{t+1} | D^t) \\ &= \sum_{x=1}^N \left[\beta_x^s - \beta_x^t \right] P_x(I^{s+1} | D^s) \\ &\quad \text{Efecto composición} \\ &\quad + \sum_{x=1}^N \beta_x^s \left[P_x(I^{s+1} | D^s) - P_x(I^{t+1} | D^t) \right] \\ &\quad \text{Efecto ánimo} \\ &\quad + \sum_{x=1}^N \left[\beta_x^s - \beta_x^t \right] \left[P_x(I^{s+1} | D^s) - P_x(I^{t+1} | D^t) \right], \\ &\quad \text{Efecto interacción} \end{aligned}$$

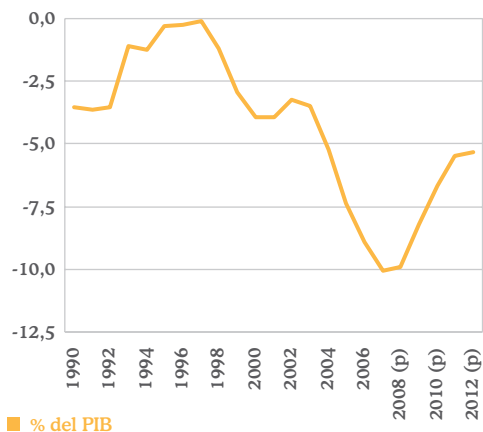
donde β_x^p denota la participación de cada grupo x en el total de desempleados en el trimestre p .

En el caso de la probabilidad de transición trimestral desde la inactividad al desempleo, $P(D^{s+1} | I^s) - P(D^{t+1} | I^t)$, la descomposición es:

$$\begin{aligned} P(D^{s+1} | I^s) - P(D^{t+1} | I^t) &= \sum_{x=1}^N \gamma_x^s P_x(D^{s+1} | I^s) - \sum_{x=1}^N \gamma_x^t P_x(D^{t+1} | I^t) \\ &= \sum_{x=1}^N \left[\gamma_x^s - \gamma_x^t \right] P_x(D^{s+1} | I^s) \\ &\quad \text{Efecto composición} \\ &\quad + \sum_{x=1}^N \gamma_x^s \left[P_x(D^{s+1} | I^s) - P_x(D^{t+1} | I^t) \right] \\ &\quad \text{Efecto ánimo} \\ &\quad + \sum_{x=1}^N \left[\gamma_x^s - \gamma_x^t \right] \left[P_x(D^{s+1} | I^s) - P_x(D^{t+1} | I^t) \right], \\ &\quad \text{Efecto interacción} \end{aligned}$$

donde γ_x^p es el peso de cada grupo x en el total de inactivos en el p -ésimo trimestre.

Gráfico 3.1.
Saldo de la Balanza por Cuenta Corriente
Porcentaje del PIB



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE

3. España, ante el reto de reducir su déficit exterior en un entorno financiero adverso

La economía española presenta en la actualidad una elevada necesidad de financiación frente al exterior, que ha ido creciendo en el largo período transcurrido desde la entrada en la UEM, como refleja el aumento del déficit por cuenta corriente. El brusco cambio en el escenario económico iniciado a mediados de 2007, con unas expectativas de actividad a la baja, unos costes de financiación más elevados que en el pasado y una liquidez menos abundante, dará lugar a una reducción de la necesidad de financiación exterior de la economía española durante los próximos años. Esta etapa se afronta, por primera vez sin la posibilidad de ajuste del tipo de cambio nominal, lo que obliga a que el encaje de la necesidad de financiación al nuevo escenario descansa entre un ajuste doméstico del gasto y la corrección de precios relativos frente al exterior.

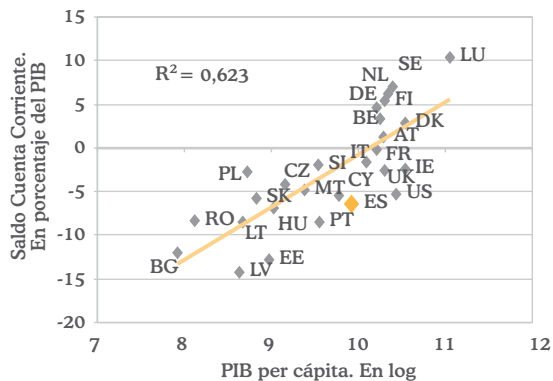
Finalmente, el grado de ajuste que a medio plazo se puede derivar del comportamiento de ahorro e inversión de los distintos agentes de la economía puede ser insuficiente para un entorno financiero tan austero como el actual.

La economía española es relativamente más vulnerable ante la crisis financiera por su elevada necesidad de financiación exterior

La economía española ha mostrado una gran vulnerabilidad ante la crisis financiera global surgida desde mediados de 2007 y que, como se ha visto en la sección anterior de este informe, alcanza cotas de gran intensidad. Una razón fundamental en el origen de esta mayor exposición a los efectos de la crisis financiera procede del significativo aumento de las necesidades de financiación de la economía española. Aunque España ha sido históricamente un país con déficit exterior, lo cierto es que en la última fase expansiva del ciclo se ha deteriorado muy significativamente. La diferencia entre la inversión realizada en la economía española y el ahorro generado en la misma ha ido ampliándose, y con ella el recurso a la financiación exterior. Así, en 1996 España contaba con una ligera capacidad de financiación frente al resto del mundo (casi 4 mil millones de euros), que en 2007 se convirtió en unas necesidades de 101,4 mil millones de euros, lo que representa el 9,6% del PIB de ese año. Dejando al margen la balanza de capital, que en España supone una aportación positiva, la evolución de las necesidades de financiación viene condicionada por el comportamiento de la balanza por cuenta corriente. Ésta ha experimentado un progresivo deterioro desde finales de la década de los 90, especialmente a partir de 2002, alcanzando en 2007 un déficit de 106 mil millones de euros, lo que representa un 10,1% del PIB, casi cuatro veces más que en 2003 (Gráfico 3.1).

Con estas cifras, España presenta el segundo mayor déficit por cuenta corriente del mundo, en nivel, únicamente inferior al de EE.UU. (540 mil millones de euros en 2007). Comparado con el tamaño de la economía, el 10,1% de España es el séptimo más elevado de la Unión Europea, sólo superado por algunos de los países de la reciente ampliación como Letonia, Bulgaria o Estonia; y muy superior, en todo caso, al 5,3% de EE.UU. No sólo eso, sino que además, el ritmo de deterioro de la balanza por cuenta corriente española, que se ha incrementado en 6,8 puntos porcentuales del PIB desde 2002, es igualmente uno de los más elevados de la UE-27.

Gráfico 3.2.
Saldo de la Cuenta Corriente y PIB per cápita. UE-27 y EE.UU.
Promedio 2002-2007



Fuente: SEE BBVA

Poniendo en relación el saldo de la balanza por cuenta corriente y el nivel de renta per cápita de los países de la UE y de EE.UU., se observa una correlación positiva, y muy significativa, entre ambas variables. De esta forma, países con menores niveles de renta, tenderían a la utilización del déficit como vía para financiar con ahorro exterior los procesos de convergencia o de transición. Con todo, la dispersión es elevada, y este argumento no permite explicar completamente el déficit relativamente superior de países más industrializados como EE.UU., el Reino Unido o España que, como se observa en el Gráfico 3.2, es muy superior al que predice su renta per cápita en paridades de poder de compra.

El elevado déficit por cuenta corriente es resultado de un intenso proceso de inversión, no de un descenso de la tasa de ahorro de la economía

¿Qué está detrás del elevado déficit por cuenta corriente español? Desde un punto de vista de Contabilidad Nacional (Gráfico 3.3), el incremento del déficit por cuenta corriente ha tenido origen en mayor medida en el crecimiento ininterrumpido que, desde 1996, ha experimentado la tasa de inversión, y no tanto por una contención significativa de la tasa de ahorro. Desde 1996 el ahorro bruto de la economía ha crecido a un ritmo promedio anual del 7,2%, apenas dos décimas porcentuales por debajo del crecimiento nominal de la economía. Sin embargo, desde 1996 la inversión del conjunto de la economía ha crecido a un ritmo más intenso, del 10% anual (6% en términos reales), dos puntos y medio, por tanto, por encima del crecimiento nominal del PIB. Como resultado, el ahorro se ha mantenido relativamente constante desde entonces en torno al 21% del PIB, aunque con un perfil descendente desde 2003, situándose en 2007 en el 21,3% del PIB, apenas dos décimas menos que en 1996. Esta estabilidad en la tasa de ahorro se ha producido ya que el crecimiento del ahorro de las administraciones públicas ha compensado el descenso del ahorro privado. Por su parte, el peso de la inversión en el PIB ha ido aumentando de forma constante, situándose en 2007 en el 31,1%, diez puntos porcentuales más que en 1996.

La extraordinaria expansión de la inversión en esta última década ha afectado a todos sus componentes. Consumidores y empresas han incrementado de forma notable su gasto de inversión, tanto en vivienda, como en otras construcciones y en bienes de equipo. No obstante, la inversión en vivienda ha sido la más dinámica en la última década, duplicando prácticamente su volumen hasta alcanzar en 2007 más del 9% del PIB, y registrando crecimientos promedios anuales del 14% desde 1996 (8,5% para el resto de construcción, y 10,6% para equipo y otros productos). Con todo, actualmente el gasto de inversión de la economía española se divide en partes prácticamente iguales entre estos tres componentes (Gráfico 3.4).

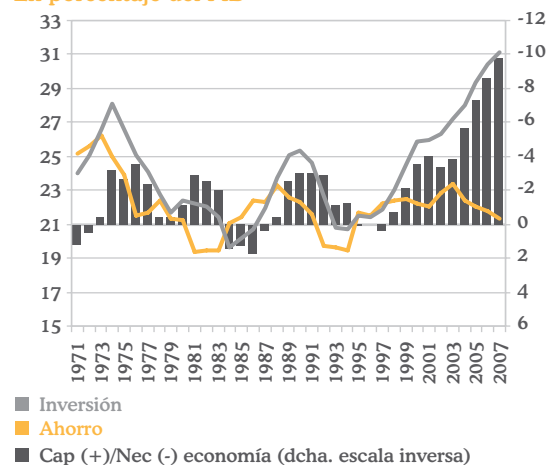
El deterioro de la balanza por cuenta corriente se ha dado especialmente en la balanza de bienes sin energía y, más recientemente, en la de rentas

El aumento del déficit por cuenta corriente ha sido resultado del deterioro de todos sus componentes: una minoración del superávit de servicios, una balanza de transferencias que se torna negativa desde 2004 y, sobre todo, un deterioro del saldo de la balanza de bienes y de rentas. De hecho, desde 2006 esta última pasa a ser el componente que más contribuye al deterioro anual del saldo por cuenta corriente (Gráfico 3.5).

Gráfico 3.3.

Ahorro e Inversión Bruta de España

En porcentaje del PIB

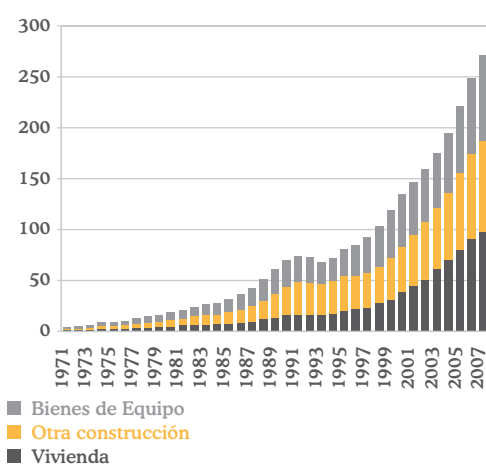


Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.4.

Inversión de la Economía española

Miles de Millones de Euros

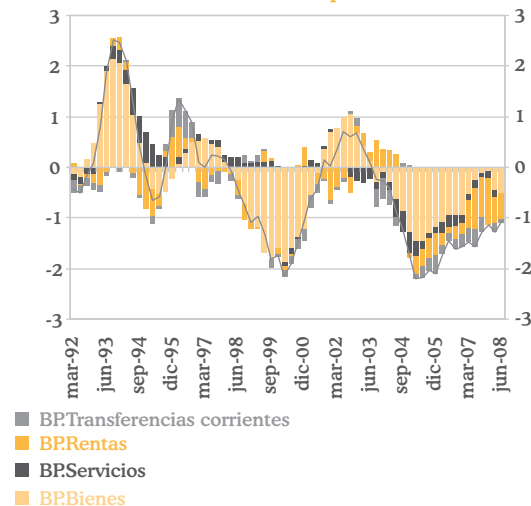


Fuente: Eurostat

Gráfico 3.5.

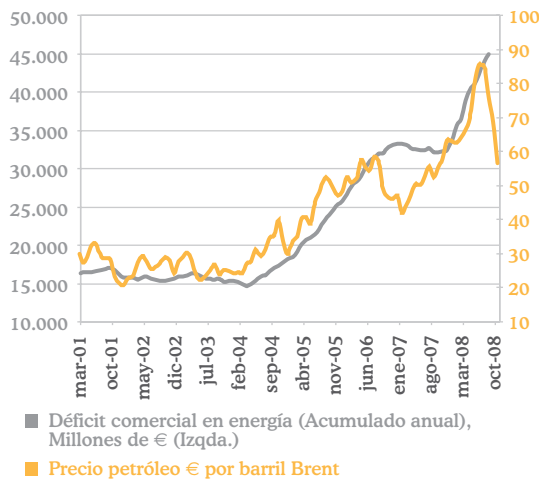
Deterioro de la Balanza por Cuenta Corriente

Diferencia interanual. Puntos porcentuales del PIB



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE

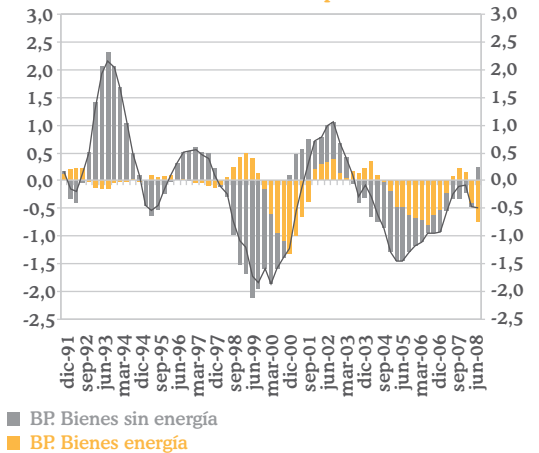
Gráfico 3.6.
España, Factura Energética



Fuente: SEE BBVA

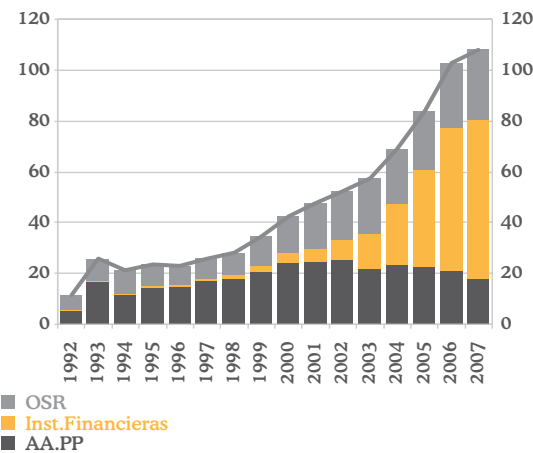
Gráfico 3.7.
Deterioro del Saldo de la Balanza de Bienes

Diferencia interanual. Puntos porcentuales del PIB



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE e INE

Gráfico 3.8.
Deuda frente al Resto del Mundo, materializada en valores distintos de acciones y en préstamos
En porcentaje del PIB



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE

El desequilibrio de la balanza de bienes ascendió en 2007 al 8,5% del PIB, casi seis puntos porcentuales por encima del registrado en 1996. Una parte importante del crecimiento de las importaciones de bienes tiene origen en las de energía, que han seguido la pauta creciente de los precios del petróleo, como resultado de una escasa elasticidad precio a corto plazo (Gráfico 3.6). Sin embargo, casi un 60% del deterioro del déficit comercial de los últimos años tiene origen en los bienes no energéticos (Gráfico 3.7).

Por su parte, el déficit de la balanza de rentas ha sido el principal determinante del incremento del déficit por cuenta corriente en los últimos dos años, alcanzando en 2007 un 3% del PIB. Esta evolución del saldo de rentas refleja el rápido crecimiento del nivel de endeudamiento de la economía española frente al exterior y el repunte de los tipos de interés. Este aumento del coste de financiación es el resultado del cambio de tono y expectativas de política monetaria a partir de 2005 y, más reciente e intensamente, del desarrollo de la crisis financiera.

Por sectores institucionales (Gráfico 3.8), los llamados otros sectores residentes (OSR, hogares y empresas) y, sobre todo, las instituciones financieras son los que han incrementado en mayor medida su endeudamiento frente al exterior. Este incremento de la deuda exterior, junto con el hecho de que una parte importante de sus emisiones están indicadas a un tipo de interés de corto plazo, en un contexto de subidas de tipo de interés, es la explicación de que los pagos por rentas de inversión sean el principal responsable del reciente deterioro observado en la balanza de rentas, y por tanto en la balanza por cuenta corriente.

El aumento del déficit corriente se intensifica en el período de expansión económica y de bajos tipos de interés tras la entrada en la Unión Monetaria

La evolución descrita del déficit por cuenta corriente es el resultado de un período excepcionalmente propicio para la expansión de la inversión y del consumo. Efectivamente, el proceso de integración en la unión monetaria condujo a dos hechos consistentes con el aumento del déficit. Por una parte, se produjo una caída estructural de los tipos de interés, que en algunos años llevó a tipos de interés reales negativos (Gráfico 3.9), *ceteris paribus*, caídas de tipos de interés provocan aumentos de inversión e impulsan el consumo, al desincentivar el ahorro. Además, el intenso período de expansión económica que siguió a la entrada en la UEM, pudo haber generado expectativas sobre su continuidad futura, añadiendo desincentivos al ahorro y, por tanto, a la ampliación de la brecha. Caída de tipos, aumento del consumo, aumento de la inversión y ampliación del déficit son hechos observados en la economía española post-ingreso en la UEM.

El déficit exterior termina corrigiéndose con el cambio de escenario económico. Además, ahora no se cuenta con el instrumento del tipo de cambio nominal como vía de ajuste

Aunque existen elementos que permiten explicar el aumento del déficit, cabe analizar si el abultado deterioro observado en los últimos años es “apropiado” para las condiciones alcanzadas por la economía española o, en otras palabras, si es consistente con los fundamentales de la economía. De no serlo, se habría generado un déficit excesivo que habrá de experimentar una drástica corrección futura, derivada de un ajuste interno, bien de consumo, bien de inversión o bien de ambos. Este aspecto introduce un matiz de vital importancia en un momento como el actual.

Efectivamente, la financiación de un déficit por cuenta corriente tan abultado como el español no plantearía problemas en un marco de abundante liquidez, condiciones financieras laxas, fase expansiva del ciclo y pertenencia a la Unión Monetaria. Sin embargo, cabe preguntarse qué ocurre cuando, como ahora, los mercados financieros internacionales se cierran, se encarece la financiación y se acortan los plazos.

Además, la disminución en las necesidades de financiación frente al exterior tendrá que producirse sin la posibilidad de utilización del mecanismo tradicional de ajuste del tipo de cambio nominal. Como se observa en el Gráfico 3.10, los dos grandes períodos históricos de corrección del déficit por cuenta corriente (post-1984 y post-1993), se caracterizaron por dos hechos que, en el momento actual, no son posibles. Por una parte, se dieron pérdidas de valor de la moneda, bien con depreciación o bien con devaluación. Por otra parte, ocurrieron en momentos, o bien de salida hacia una expansión apoyada en tipos reales a la baja (como en 1984), o bien de salida de una recesión, también con tipos reales a la baja (como en 1993). Ambos fenómenos condujeron a una reducción del déficit por cuenta corriente de 5,2 pp y de 4 pp, respectivamente. En el momento actual, la corrección del déficit exterior tendrá que realizarse a través de un ajuste intenso interno, vía menor inversión y consumo o mediante una deflación relativa, que permitiera ganar competitividad frente al exterior.

Un modelo intertemporal de cuenta corriente permite explicar la evolución reciente del déficit exterior con las expectativas de crecimiento, de tipos de interés y de precios relativos

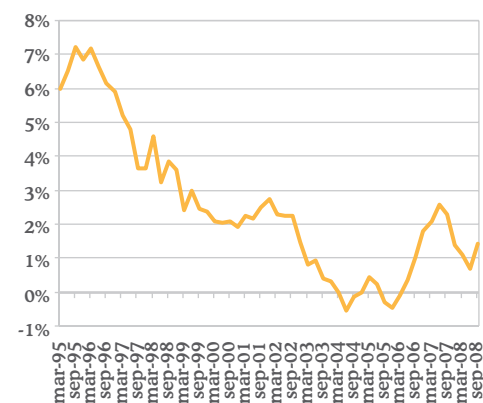
Para analizar el grado de consistencia del déficit exterior de la economía española con sus fundamentos, se ha seguido el enfoque intertemporal de la balanza por cuenta corriente¹. Bajo dicho enfoque, la dinámica del déficit por cuenta corriente refleja la respuesta óptima de los agentes económicos, particularmente la de los consumidores, ante cambios en su entorno. En este tipo de enfoque, la formación de expectativas es un elemento clave. Un primer mecanismo actúa sobre las expectativas de crecimiento. Así, la expectativa de una renta mayor en el futuro lleva a los consumidores a adelantar al presente parte del consumo futuro, reduciendo la tasa de ahorro y, *ceteris paribus*, incrementando el saldo negativo de la balanza por cuenta corriente. Dicho déficit se financia mediante el endeudamiento presente de los consumidores.

Un segundo mecanismo de transmisión es a través de las expectativas sobre el tipo de interés real. Para una pequeña economía abierta las expectativas de inflación que determinan el tipo de interés real se aproximan a través del cambio en el precio relativo frente al exterior. Por un lado, un aumento del tipo de interés real como consecuencia del aumento del tipo de interés nominal haría el consumo presente más costoso en términos de consumo futuro, por lo que los agentes tenderían a sustituir su consumo actual por consumo futuro. Ese mayor ahorro daría lugar a una mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente. Por otro lado, los cambios en los precios relativos frente al exterior afectan a la cuenta corriente a través de un efecto intertemporal en las decisiones de los agentes. Así, un aumento en el precio de los bienes de importación frente a los producidos en el interior daría lugar a un aumento del tipo de interés real debido a la disminución de la inflación relativa, con la consiguiente reducción de la riqueza real, la disminu-

¹ En el recuadro anexo se presenta un resumen de los principales aspectos analíticos del modelo. Véase en Obstfeld y Rogoff (1996) un resumen de la literatura sobre modelización intertemporal de la balanza por cuenta corriente.

Gráfico 3.9.

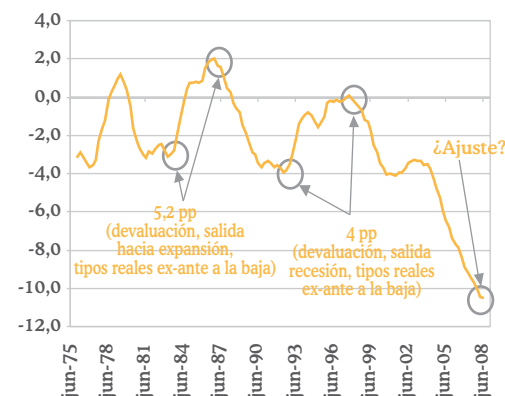
Tipo de Interés Hipotecario Real



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.10.

España, Balanza por Cuenta Corriente, % PIB



Fuente: SEE BBVA

ción del consumo presente y, por lo tanto, la mejora de la balanza por cuenta corriente.

De lo anterior se desprende que la formación de expectativas sobre el crecimiento futuro, los tipos de interés y la inflación relativa frente al exterior son elementos clave para explicar la dinámica de la balanza por cuenta corriente. Uno de los aspectos clave de este modelo es que un cambio drástico en las expectativas por parte de los agentes económicos provocaría un ajuste intenso del déficit exterior.

Para analizar la importancia relativa de las expectativas de los agentes económicos en la determinación del déficit exterior, se ha utilizado el enfoque propuesto por Campa y Gavilán (2006) cuyos detalles se exponen en el recuadro anexo. Básicamente, el saldo de la balanza por cuenta corriente viene dado por la siguiente ecuación:

$$CA = EC + ER,$$

donde CA es el saldo de la cuenta corriente (concretamente de la ratio de exportaciones netas sobre consumo). EC representa el valor actual de las expectativas futuras de la producción (neta de inversión y gasto público). Finalmente, el término ER recoge el valor actual de las expectativas sobre la evolución futura del tipo de interés real, definido como la diferencia entre el tipo de interés nominal a tres meses y la tasa de crecimiento del tipo de cambio efectivo real de la economía española, a partir de los costes laborales unitarios, que aproxima adecuadamente la inflación relativa frente al exterior.

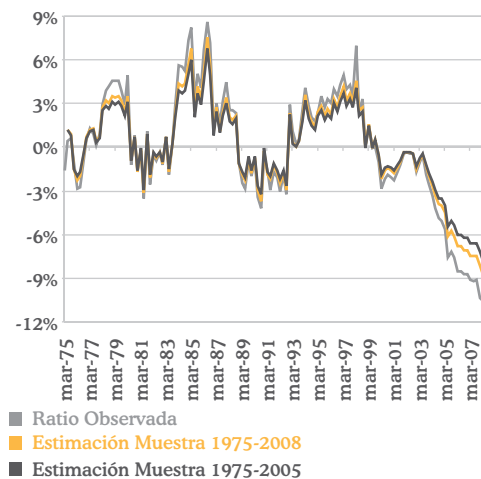
Para estimar el modelo es necesario determinar el mecanismo de formación de expectativas. En este sentido se opta por asumir que los agentes económicos poseen un modelo econométrico relativamente poco sofisticado para realizar sus previsiones (concretamente, un vector autorregresivo). Este modelo se ha estimado con datos trimestrales para el período 1975-2008. La estimación se realiza bajo dos posibles medidas de la balanza por cuenta corriente: la primera incluye la balanza energética y la segunda excluye las importaciones de petróleo. La estimación del déficit consistente con los fundamentales permite cuantificar, por diferencia con el observado, el nivel de desequilibrio externo al que se enfrenta la economía española en la actualidad.

El déficit exterior no energético ha estado completamente determinado por unas expectativas que, en el nuevo entorno, propiciarán el ajuste del déficit

El Gráfico 3.11 muestra la senda observada de la balanza exterior para dicho período muestral, así como la balanza exterior consistente con los fundamentos del modelo y el mecanismo de formación de expectativas. Como se puede apreciar, el modelo explica relativamente bien la evolución histórica de la balanza por cuenta corriente. El modelo es capaz de explicar un 90 por ciento de la varianza de la balanza exterior. Sin embargo, hay que señalar que en la última parte de la muestra, concretamente a partir del año 2003, el ajuste empeora significativamente. La desviación entre los valores observados y los estimados se va acrecentando hasta el año 2005. A partir de ese año, la desviación se mantiene relativamente estable: el déficit observado es, en promedio de 2006-08, aproximadamente 1,8 puntos porcentuales superior al que sugieren los fundamentos del modelo.

Existen dos posibles explicaciones sobre este diferencial. En primer lugar es posible que aunque el mecanismo de formación de expectativas de los agentes económicos sea el recogido en el modelo, puede que éste no sea estable a lo largo del tiempo. El modelo econométrico utilizado sim-

Gráfico 3.11.
Modelo Intertemporal Cuenta Corriente
Ratio Exportaciones Netas sobre Consumo (%)
(en desviación con respecto a la media histórica)



Fuente: SEE BBVA

plemente proyecta hacia el futuro la dinámica histórica de las variables que lo identifican, por lo que si la dinámica mostrada por las variables en estos últimos años, de empeoramiento significativo del déficit, se considera atípica, entonces sería más apropiado estimar el modelo excluyendo estos últimos años.

En el Gráfico 3.11 también se muestra los resultados obtenidos al re-estimar el modelo de formación de expectativas, excluyendo la última parte de la muestra (concretamente el modelo se estima hasta el cuarto trimestre de 2005). En este caso, se observa que el déficit exterior consistente con el modelo es menor que en el caso anterior donde se consideraba toda la muestra. En este caso, la diferencia entre el nivel observado y el estimado es, en promedio, para 2005-2008 de un 2,5%.

Del ejercicio anterior resulta claro que es crucial el mecanismo de generación de expectativas de los agentes económicos. En concreto, las expectativas sobre el output neto y las expectativas sobre los tipos de interés reales. El Gráfico 3.12 muestra las contribuciones de estos dos factores a lo largo del tiempo y de él se pueden extraer dos conclusiones. Por un lado, el output neto ha tenido una contribución significativa (en promedio del 70%) a la hora de explicar la dinámica estimada del déficit exterior. Por otro, se puede resaltar que en los últimos años, la contribución del tipo de interés real al déficit exterior español ha sido muy notable, alcanzado aproximadamente la mitad en los últimos trimestres.

Del análisis anterior, se puede inferir que una intensa corrección a la baja en las expectativas de crecimiento del output neto y al alza en las expectativas de tipos de interés reales provocaría un ajuste significativo del déficit exterior.

En segundo lugar, otro aspecto relevante del modelo, que puede ayudar a comprender la diferencia entre el valor observado del déficit exterior frente al consistente con el modelo, radica en su propia especificación. Concretamente, un aspecto que puede ser relevante en el caso de la economía española es el impacto que supone el componente energético del saldo exterior, ante el que los consumidores y empresas, por lo menos a corto plazo, realizan un reducido ajuste intertemporal. Por lo tanto, cabría pensar que el modelo podría explicar mejor la cuenta corriente si se excluyen las importaciones de petróleo. El Gráfico 3.13 muestra los resultados de este ejercicio. Tanto si se utiliza toda la muestra como si se excluye la última parte de la muestra (post-2005), se observa que el modelo intertemporal de la cuenta corriente permite explicar con gran exactitud la dinámica de la cuenta corriente. En este caso el ajuste es superior al 95%.

Por lo tanto, se puede concluir que el déficit no energético de la economía española está plenamente explicado por las expectativas de los agentes económicos sobre el crecimiento futuro y los tipos de interés reales, mientras que la parte de la balanza por cuenta corriente no explicada por estas expectativas está determinada por los efectos a corto plazo de la subida de precios del petróleo registrada desde comienzos de 2005.

La corrección del déficit exterior estará asociada a un mayor crecimiento si descansa en ganancias de competitividad con el exterior

En este apartado se ha argumentado que el déficit de la balanza por cuenta corriente no energética ha estado determinado, prácticamente en su totalidad, por unas favorables expectativas de crecimiento económico y de tipos de interés real, mientras que su componente energético se ha visto negativamente afectado a corto plazo por el aumento del precio del petróleo desde 2005 hasta mediados de 2007.

Gráfico 3.12.

Modelo Intertemporal Cuenta Corriente Contribuciones Cuenta Corriente Estimada (muestra 1975-2005)

(en desviación con respecto a la media histórica)

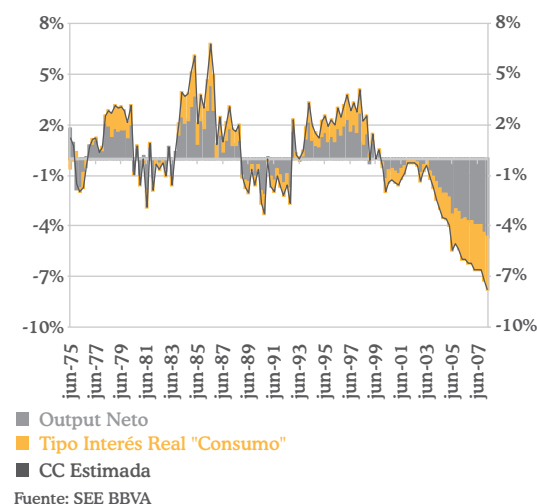


Gráfico 3.13.

Modelo Intertemporal Cuenta Corriente

Ratio Exportaciones Netas sobre Consumo (%)

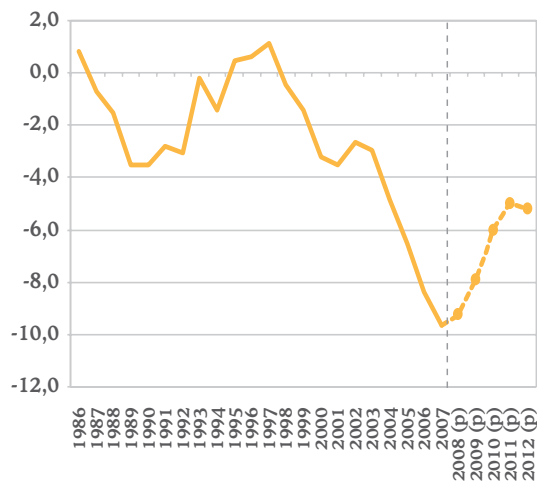
(en desviación con respecto a la media histórica; excluye energía)



Gráfico 3.14.

Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación de la economía española por sectores institucionales

En porcentaje del PIB



Fuente: SEE BBVA

En los últimos meses se ha venido produciendo un cambio significativo en las expectativas de crecimiento y de tipo de interés que dará lugar a una corrección del déficit exterior durante los próximos trimestres. De hecho, el escenario económico para 2009 que se ha presentado en la sección 2 difiere significativamente de las optimistas expectativas de crecimiento que se estimaban a principios de 2007. Por lo tanto, resulta obvio que unas expectativas de crecimiento más pesimistas reducirán las necesidades de financiación exterior de la economía española. Sin embargo, los resultados que se han presentado también indican que, en los últimos trimestres, el tipo de interés real resulta un determinante igualmente importante del déficit exterior. Puesto que el tipo de interés real está definido como la diferencia entre el tipo de interés nominal y el diferencial con el exterior de la inflación en los costes laborales unitarios, una mejora de la competitividad de la economía española permitiría que el ajuste del déficit exterior estuviera asociado a un mayor crecimiento de la actividad económica y, por lo tanto, a un menor crecimiento del desempleo. Aunque las ganancias de competitividad en los costes laborales unitarios pueden lograrse con un crecimiento salarial menor que el de los países con los que compite la economía española en los mercados internacionales, también pueden conseguirse mediante crecimientos de la productividad relativa. En este terreno, el margen de mejora para el conjunto de la economía española en relación a sus competidores es muy grande. El reto consiste pues en evitar que la corrección del desequilibrio exterior durante los próximos trimestres venga determinada principalmente por un menor crecimiento económico, para lo cual es necesario que la reducción de las necesidades de financiación exterior de la economía española descansa en una mejora de su competitividad frente al resto del mundo.

Desde una perspectiva de medio plazo, el ajuste en marcha del déficit exterior puede ser insuficiente para un entorno financiero muy austero y complejo como el actual

Desde una perspectiva del comportamiento del ahorro y la inversión de los distintos agentes económicos, hogares y empresas disminuirían su ritmo inversor en vivienda y equipo respectivamente y, a la vez, aumentarían su ahorro. Lo contrario de lo que harán las Administraciones Públicas, que aumentarán su inversión y reducirán su ahorro, compensando parcialmente el comportamiento del sector privado de la economía. Nada que no haya pasado en anteriores etapas de ajuste, como a comienzos de los años 90.

Con todo más allá del comportamiento de los próximos trimestres, al plantear ejercicios de consistencia a medio plazo de los saldos de ahorro e inversión por agentes, se obtienen sendas de ajuste de la necesidad de financiación de la economía que pueden ser difícilmente sostenibles en un entorno financieramente tan austero como el actual. Y es que, un comportamiento razonable de los agentes en una senda de muy moderada recuperación del PIB a partir de 2010 implica una corrección de la necesidad de financiación de la economía hasta ratios próximas al 5% del PIB en un periodo de cuatro o cinco años desde ahora. Siendo una corrección relevante, comparable a la que se produjo a comienzos de los 90, y sin la ayuda del tipo de cambio ahora, puede resultar insuficiente ya que sigue suponiendo un aumento de la acumulación de pasivos financieros frente al exterior hasta niveles comparativamente muy elevados.

Referencias

- Campa, J. M. y Gavián, A., (2006). "Current Accounts in the Euro Area: An Intertemporal Approach," Banco de España Documento de Trabajo 0638.
- Bergin, P. R. y Sheffrin, S. M., (2000). "Interest Rates, Exchange Rates and Present Value Models of the Current Account," *Economic Journal*, vol. 110, pp. 535-558.
- Blanchard, O. y Giavazzi, F., (2002). "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? ", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, pp. 147-209.
- Dornbusch, R., (1983). "Real interest rates, home goods and optimal external borrowing." *Journal of Political Economy*, vol. 91, no. 1, (November), pp. 141-53.
- Obstfeld, M. y K. Rogoff, (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press.

Recuadro 2: Derivación analítica del modelo intertemporal de la cuenta corriente (ICA)

El modelo de equilibrio parcial que se considera en Dornbusch (1983), Bergin y Sheffrin (2000) y Campa y Gavilán (2006), entre otros autores, consiste en una economía pequeña y abierta productora de dos tipos de bienes (bien comerciable y bien no comerciable) que presta y toma prestado del resto del mundo a un tipo de interés real variable. El consumidor representativo elige la senda de consumo óptimo al maximizar el valor esperado de la suma infinita descontada de la utilidad sujeto a la restricción presupuestaria intertemporal:

$$(1) \quad \begin{aligned} & \text{Max } E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(C_{Tt}, C_{Nt}), \\ & \text{s.t. } Y_t - (C_{Tt} + P_t C_{Nt}) - I_t - G_t + r_t B_{t-1} = B_t - B_{t-1} \end{aligned}$$

donde Y_t denota producción, C_{Tt} es consumo de bien comerciable, C_{Nt} es consumo de bien no comerciable, I_t es inversión, G_t es gasto público en bienes y servicios, r_t es el tipo de interés real mundial y B_t denota la posición neta en activos externos al principio del período t . Todas las variables se miden en función del bien comerciable, por lo tanto P_t es el precio relativo del bien no comerciable, esto es $P_t = P_{Nt} / P_{Tt}$. En el modelo ICA, la parte izquierda de la restricción presupuestaria intertemporal se interpreta como la balanza por cuenta corriente. Así, un saldo positivo de la balanza por cuenta corriente en el período t viene acompañado de una mejora en la posición neta en activos externos, y viceversa.

La función de utilidad del consumidor representativo en cada período de tiempo t es de tipo Cobb-Douglas con respecto al consumo de bien comerciable y al consumo de bien no comerciable:

$$(2) \quad U(C_{Tt}, C_{Nt}) = \frac{1}{1-\sigma} (C_{Tt}^a C_{Nt}^{1-a})^{1-\sigma},$$

donde el parámetro $0 < a < 1$ es la proporción del consumo total destinado a bien comerciable y el parámetro $\sigma > 0$ es la inversa de la elasticidad de sustitución intertemporal.

Resolviendo el problema de maximización del consumidor representativo se obtiene la expresión que determina la senda óptima del consumo total (véase la derivación en el apéndice de Bergin y Sheffrin, 2000):

$$(3) \quad E_t \Delta c_{t+1} = \gamma E_t r_{t+1}^*,$$

donde Δ es el operador en diferencias, c denota el logaritmo del consumo total, γ es la elasticidad de sustitución intertemporal, y r^* es el "tipo de interés basado en el consumo" o, en otras palabras, es la ponderación utilizada de los precios relativos (en particular, del tipo de interés real mundial, r_t , y del cambio en el precio relativo del bien no comerciable, ΔP_t). La combinación de la expresión (3) con la restricción presupuestaria intertemporal da lugar a la expresión de la balanza por cuenta corriente ajustada por el modelo (CA^*):

$$(4) \quad -E_t \sum_{i=1}^{\infty} \beta^i [\Delta no_{t+i} - \gamma r_{t+i}^*] = CA_t^*,$$

donde $no_t \equiv \ln NO_t = \ln(Y_t - I_t - G_t)$ es el logaritmo de la producción neta, y donde la balanza por cuenta corriente ajustada por el modelo se define como $CA_t^* \equiv no_t - c_t$.

Intuitivamente, la expresión (3) refleja una de las características principales del modelo ICA derivado en Bergin y Sheffrin (2000). En particular, el consumidor representativo decide alterar la senda temporal de consumo óptimo en función del coste asociado al endeudamiento. Por otro lado, la expresión (4) indica que la mejora en el saldo de la balanza por cuenta corriente se produciría bien por una reducción en el producto neto esperado o bien por un aumento en el tipo de interés basado en el consumo.

Para la estimación aplicada a la economía española en el período 1975-2008 el modelo intertemporal de la balanza por cuenta corriente se contrasta mediante la formulación de un vector autorregresivo de orden 1, VAR(1), bajo el supuesto de que el comportamiento de las tres variables relevantes $\{\Delta no, CA^*, r^*\}$ está adecuadamente representado por¹

$$(5) \quad z_t \equiv \begin{bmatrix} \Delta no \\ CA^* \\ r^* \end{bmatrix}_t = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta no \\ CA^* \\ r^* \end{bmatrix}_{t-1} + \begin{bmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \\ u_{3t} \end{bmatrix}.$$

Esta representación permite obtener una estimación del valor esperado futuro de cada variable relevante en cada horizonte temporal. En particular, tomando la expectativa se obtiene que $E_t(z_{t+i}) \equiv A^i z_t$, en donde A es la matriz formada por los coeficientes a_{ij} de la ecuación (5). A partir de la combinación de la estimación en (5) y de la expresión (4) se obtiene el saldo de la balanza por cuenta corriente ajustado por el modelo en cada período de tiempo t :

$$(6) \quad CA_t^* = k z_t,$$

donde

$$k = -(g_1 - \gamma g_2) \beta A (I - \beta A)^{-1},$$

$$g_1 = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 \end{bmatrix},$$

y

$$g_2 = \begin{bmatrix} 0 & 0 & 1 \end{bmatrix}.$$

El modelo se estima utilizando datos trimestrales de las variables relevantes – producto neto, consumo, tipo de interés real – para la economía española en el período 1975-2008. La principal fuente utilizada en la construcción de las series es la base de datos *International Financial Statistics* (IFS), que publica el Fondo Monetario Internacional. La definición de las variables es idéntica a la descrita en Campa y Gavilán (2006), por lo que los resultados que se muestran

¹ En la estimación que excluye la balanza energética se ha utilizado un VAR (2) tal y como sugiere el criterio estándar de selección de retardos.

en este artículo son comparables con la literatura previa. Así, por ejemplo, el precio relativo del bien no comerciable internacionalmente se aproxima por el tipo de cambio efectivo real, deflactado por los costes laborales unitarios. Todas las variables se expresan en desviación con respecto a su media histórica y la producción neta se expresa en términos per cápita dividiéndola por la población en edad de trabajar.

Representación gráfica del modelo ICA.

Para entender de forma intuitiva el funcionamiento del modelo ICA, resulta conveniente representar gráficamente las decisiones de los agentes económicos ante cambios en las expectativas de renta y tipos de interés en una versión simplificada del modelo de dos periodos, como la que analizan Obstfeld y Rogoff (1996). Para ello, se supone que los consumidores deciden cuanto consumir (y por lo tanto cuanto ahorrar) en el presente (denotado por t) y en el futuro (denotado por $t+1$). La restricción presupuestaria de los agentes, y por lo tanto de la economía, es la siguiente:

$$C1 + B1 = (1+r)B0 + Q1 \quad (1)$$

$$C2 + B2 = (1+r)B1 + Q2 \quad (2)$$

Donde C representa el consumo, B es la cantidad de activos extranjeros frente al resto del mundo, Q es la renta (no financiera) de los agentes, que se considera exógena para simplificar el análisis, y r el tipo de interés real. Las dos ecuaciones anteriores determinan la siguiente restricción presupuestaria intertemporal:

$$C1 + C2/(1+r) = Q1 + Q2/(1+r) = I \quad (3)$$

en donde I es la renta permanente, es decir, el valor presente descontado de la renta presente y futura. En este contexto, el saldo de la balanza por cuenta corriente se puede definir como el cambio en la riqueza financiera internacional, es decir, la variación en activos extranjeros:

$$CA1 = B1 - B0$$

Utilizando las ecuaciones anteriores y asumiendo $B0=0$, Se obtiene que

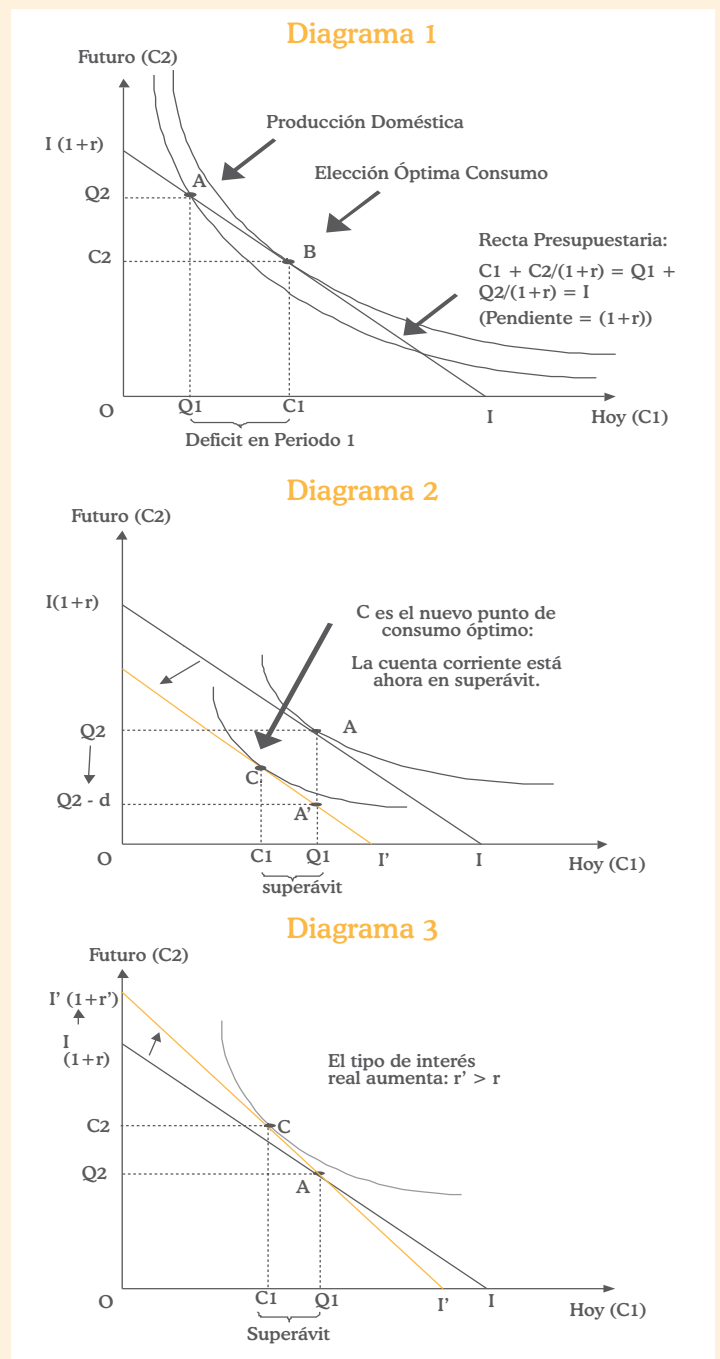
$$CA1 = Q1 - C1$$

El Diagrama 1 muestra gráficamente este resultado. El punto A representa las posibilidades de consumo en caso de autarquía, es decir, utilizando únicamente la producción doméstica. Sin embargo, este punto no es óptimo para los consumidores, dadas sus preferencias. La elección óptima viene dada por el punto B . En este caso, el consumo deseado en el periodo inicial es mayor al que se produce domésticamente, por lo tanto, se necesita importar bienes de consumo, y por lo tanto se incurrirá en un déficit exterior.

El Diagrama 2 muestra el resultado de una disminución de las expectativas de producción en el periodo 2. Dicha caída, de magnitud igual a "d", hace que la restricción presupuestaria se desplace paralelamente hacia el origen de coordenadas. Como resultado, la elección óptima de consu-

mo es ahora el punto C . El consumo en el período inicial, $C1$, es ahora menor que la producción doméstica, con lo cual se incurre en un superávit exterior. De manera análoga, una mejora en las expectativas de la renta futura daría lugar a un aumento del déficit exterior, puesto que los consumidores desean consumir en el presente una parte de esa mejora esperada en su renta futura.

Finalmente, el Diagrama 3 recoge el efecto de un aumento en los tipos de interés reales (bien porque aumenta el tipo de interés nominal o porque disminuyen las expectativas de inflación). Como resultado, el consumo presente es más caro en términos de consumo futuro, con lo cual la elección óptima, el punto C , da lugar a un menor consumo en el periodo 1. En este caso, dicho consumo es inferior a la producción doméstica, lo que genera un superávit exterior.



4. Crecimiento del PIB potencial en España 2008-2015

Una vez superada la actual etapa de ajuste, la economía española puede volver a crecer a tasas cercanas al 3% en 2015, inferiores al crecimiento potencial de la segunda parte de la década pasada. En torno a esa senda central, es posible plantear escenarios de acuerdo a distintas hipótesis de comportamiento de los factores explicativos del PIB potencial. Dadas las perspectivas de evolución demográfica, menos dinámica que en el pasado, y del mercado laboral, que convergerá más lentamente hacia las tasas de actividad de los países más desarrollados, para asegurar ese crecimiento potencial es necesario un impulso de la productividad hacia crecimientos no registrados desde comienzos de la década de los 90. La implementación de políticas micro y macroeconómicas apropiadas será crucial para conseguir ese aumento de la productividad.

4.1. Introducción

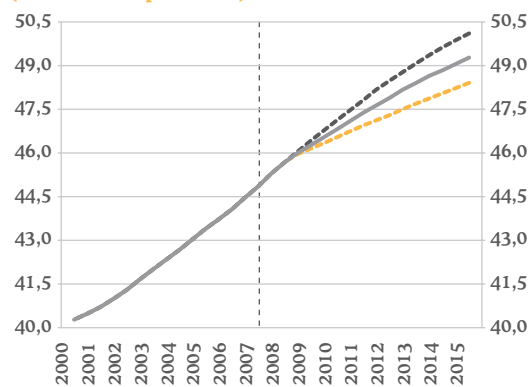
Una de las consecuencias de la crisis económica que están atravesando las principales economías mundiales y, entre ellas, España está siendo la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB durante los próximos años y, como consecuencia de ello, del crecimiento de su componente tendencial. Este cambio de expectativas sobre el crecimiento a medio y largo plazo es muy relevante puesto que el producto potencial de la economía es una de las variables clave tanto para las estrategias de inversión de las empresas como para el diseño de la política macroeconómica. En este sentido, es la variable de referencia utilizada para evaluar la posición cíclica de la economía, conteniendo por lo tanto información sobre la presencia o ausencia de tensiones inflacionistas, y su tasa de crecimiento sirve de referente para evaluar las expectativas de crecimiento económico a largo plazo. Adicionalmente, la obtención de una estimación de la tasa de crecimiento del producto potencial permite aproximar las perspectivas de convergencia de la economía o identificar la contribución de las distintas fuentes subyacentes del crecimiento a largo plazo.

En este trabajo se estima el potencial de crecimiento de la economía española para el período 1970-2015 aplicando la metodología de contabilidad del crecimiento, y generalizando los resultados de Doménech, Estrada y González-Calbet (2008) al tener en cuenta la incertidumbre asociada al comportamiento futuro de sus determinantes. La proyección central realizada para el período 2008-2015 se basa en supuestos factibles sobre la posible evolución futura de las variables demográficas, de mercado laboral, y tecnológicas. Además de construir la estimación central de la tasa de crecimiento del PIB potencial, el artículo explora la incertidumbre que rodea a la proyección central una vez que se alteran los supuestos de demografía, mercado laboral, y tecnología. Este ejercicio de sensibilidad establece un intervalo dentro del cual se puede afirmar que, con mayor probabilidad, se encontrará la futura senda de crecimiento potencial de la economía española. Esta estimación y proyección de la tasa de crecimiento del PIB potencial proporciona una aproximación a las expectativas de crecimiento a medio y largo plazo de la economía española una vez que se supere la desaceleración actual.

La organización de este apartado se detalla a continuación. En primer lugar, el punto 2 describe la metodología de contabilidad del crecimiento basada en la función de producción y, posteriormente, presenta los escenarios previstos con la evolución de los componentes tendenciales de los factores productivos. Finalmente, el punto 3 presenta los diferentes escenarios de crecimiento potencial obtenidos a partir de las diferentes sendas de crecimiento de las variables.

Gráfico 4.1.
Proyecciones Demográficas.
Población Total.

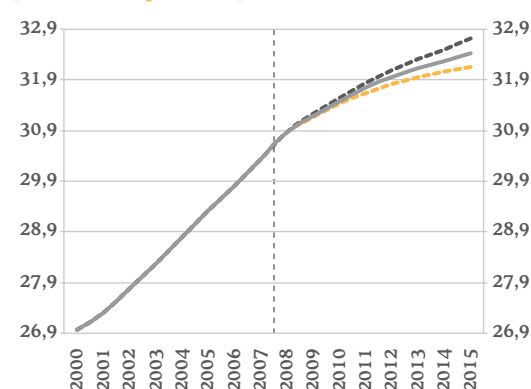
(Millones de personas)



■ Escenario base
■ Cota inferior
■ Cota superior
Fuente: INE y SEE BBVA

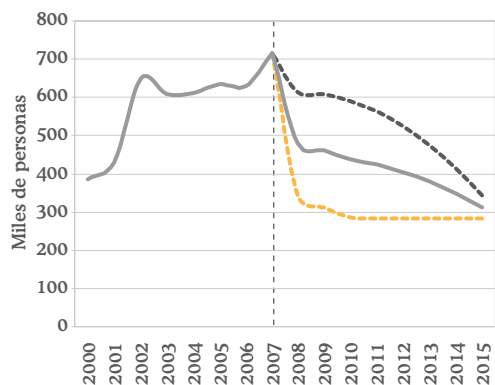
Gráfico 4.2.
Proyecciones Demográficas.
Población 16-64.

(Millones de personas)



■ Escenario base
■ Cota inferior
■ Cota superior
Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 4.3.
Hipótesis sobre Inmigración Neta



■ Cota superior (INE 08)
■ Escenario base
■ Cota inferior (INE 05)
Fuente: INE y SEE BBVA

4.2. Los determinantes del crecimiento potencial: escenarios hasta 2015

Formalmente, el producto potencial de la economía se define como el nivel de producción u oferta agregada sostenible obtenido a partir de la utilización de los factores de producción, stock de capital y trabajo, en sus respectivos niveles potenciales o de equilibrio a largo plazo, combinados éstos de acuerdo a una función de producción. La tasa de crecimiento del producto potencial establece una medida de las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía y, por lo tanto, permite evaluar la situación actual de crecimiento con respecto al mismo.

El producto potencial es una variable no observada y, en la práctica, su estimación se puede llevar a cabo utilizando diferentes métodos.¹ En este apartado, se estima el PIB potencial aplicando el método de contabilidad del crecimiento el cual depende, en última instancia, del supuesto realizado sobre la función de producción agregada de la economía. Como se discute a continuación, el método de estimación de contabilidad del crecimiento presenta dos ventajas. En primer lugar, es un método con supuestos basados en la teoría económica, lo que frente a metodologías basadas en la obtención de señales tendenciales del producto, permite identificar y cuantificar los hechos económicos subyacentes que explican la evolución del producto potencial. En segundo lugar, bajo determinadas hipótesis factibles sobre la evolución futura de variables demográficas, institucionales y tecnológicas, este método permite construir escenarios sobre la posible trayectoria futura de la tasa de crecimiento del producto potencial. Entre las desventajas de la contabilidad del crecimiento merece destacar que es una metodología de estimación que exige una gran cantidad de información para construir medidas directas de los factores de producción y del nivel tecnológico, así como la elección de una especificación concreta que represente adecuadamente la función de producción agregada de la economía.

En el recuadro anexo a este apartado se describe la aproximación metodológica que se aplica para construir la estimación central de la tasa de crecimiento del producto potencial de la economía española en el período 1970-2015.

Puesto que el objetivo de este trabajo es generar proyecciones futuras de la tasa de crecimiento del PIB potencial es necesario elaborar, previamente, un escenario de crecimiento a largo plazo de las diferentes variables a utilizar. A continuación se presenta la construcción de la senda central propuesta de todas las variables relevantes para el período 1970-2015, así como de las sendas alternativas que se utilizarán para la construcción de diferentes escenarios de crecimiento del PIB potencial alrededor del escenario central.

Demografía y Mercado de Trabajo, perspectivas de evolución menos dinámica que en el pasado

Como punto de partida, se han especificado tres escenarios demográficos. El más favorable (o cota superior) coincide con el escenario de menor crecimiento de las proyecciones de población de corto plazo (2007-2015) recientemente elaboradas por el INE.² El menos favorable (o cota inferior) es una versión actualizada y corregida del escena-

¹Desde, por ejemplo, una aproximación multivariante en la que la producción potencial se estima como un componente no observado de la relación entre la inflación y el "output gap" o brecha de producción (Kuttner, 1994), a la estimación de la tasa de desempleo estructural (o NAIRU) a partir de la curva de Phillips y la consiguiente extracción del producto potencial utilizando la relación entre la brecha de producción y la brecha de desempleo establecida por la Ley de Okun (Staiger, Stock y Watson, 1997, o Doménech y Gómez, 2005 y 2006). Véase Mishkin (2007) para una descripción detallada de los diferentes métodos disponibles.

² La publicación por parte del INE de las estimaciones de población actual a 1 de enero de 2008 ha permitido actualizar las proyecciones demográficas de corto plazo.

rio central de las proyecciones de largo plazo (2002-2060) publicadas por el INE en 2005. La actualización ha consistido en sustituir las cifras de población hasta 2008 por las estimaciones de población actual correspondientes para, a partir de entonces, asumir las tasas de crecimiento de la población recogidas en las proyecciones de largo plazo. Por último, el escenario central es la media aritmética de los dos escenarios extremos.

Los Gráficos 4.1 y 4.2 muestran la evolución registrada y prevista hasta el año 2015 de la población total y de la población en edad de trabajar. Dados los escenarios demográficos propuestos, la población de España crecerá entre un 0,8% y un 1,3% promedio anual entre 2008 y 2015, situándose entre los 48,4 millones y los 50,1 millones de personas en 2015, con una previsión central de 49,3 millones.

Por su parte, el crecimiento de la población entre 16 y 64 años se desacelerará monótonamente tanto en la cota superior como la inferior, hasta situarse entre el 0,3% (32,2 millones de personas) y el 0,7% (32,7 millones) en 2015.

El determinante principal de las diferencias entre los tres escenarios demográficos es la distinta evolución prevista de los flujos migratorios, tal y como sugiere el Gráfico 4.3.

La combinación de los escenarios demográficos planteados con el establecimiento de hipótesis sobre el comportamiento previsto de las variables que caracterizan la participación laboral y la creación de empleo, da como resultado distintos escenarios de evolución del mercado laboral. Así, el escenario central de población activa resulta de combinar el central de población en edad de trabajar con un componente tendencial de la tasa de actividad que alcanzará el 78% en 2020, según la previsión realizada por Cuadrado *et al.* (2007) (Gráfico 4.4).

La cota superior es el resultado de la interacción entre el escenario de mayor crecimiento de población en edad de trabajar con una tasa de actividad que converge al 79% en 2020, cifra similar a la de países como Austria, Alemania, Holanda, Portugal o Japón, entre otros, en 2007. De forma simétrica, la población activa de la cota inferior surge de la intersección del escenario demográfico menos favorable con una tasa de actividad que crece³ hasta situarse en el 77% de la población en edad de trabajar en 2020. Los resultados de los ejercicios de proyección indican que la población activa podría crecer entre el 1,1% y el 1,6% en términos promedio entre 2008 y 2015, situándose entre los 24,6 millones y los 25,5 millones de personas en 2015 (25,0 millones en el escenario central) (Gráfico 4.5).

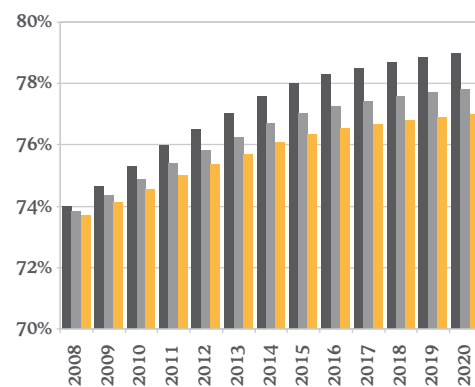
A partir de las proyecciones demográficas y de población activa, junto con la evolución prevista de la tasa de desempleo estructural (o NAIRU), se construyen los escenarios de empleo⁴. Así, la población ocupada del escenario base viene definida por los escenarios centrales de población total y activa, y por un componente estructural de la tasa de desempleo que, a partir de 2012, converge al 6,0% en 2030 -tal y como suponen Doménech, Estrada y González-Calbet (2008)- situándose en el 10,4% en 2015. Al igual que para la población activa, las cotas superior e inferior del empleo se diseñan de forma simétrica, sumando (en la inferior) y restando (en la superior) 0,85 puntos porcentuales (pp) a la tasa de desempleo estructural en 2015, en línea con la desviación estándar de la NAIRU observada entre 2000 y 2007 (Gráfico 4.6).

³ La cota inferior de tasa de actividad podría verse sesgada a la baja por un efecto salida, si la tasa de desempleo aumentase y los flujos migratorios se invirtiesen. En las décadas anteriores se ha observado una clara correlación negativa entre la tasa de desempleo y la tasa de actividad. Aunque los últimos datos de la Encuesta de Población Activa no muestran hasta el momento un efecto desánimo (véase el Recuadro 1 de la página 10), con el previsible aumento de la tasa de desempleo en 2009 y 2010 podría volver a observarse una desaceleración en el crecimiento de la población activa.

⁴ Recuérdese que $Empleo = Población\ activa \cdot (1 - Tasa\ de\ desempleo)$.

Gráfico 4.4.

Hipótesis sobre Tasa de Actividad

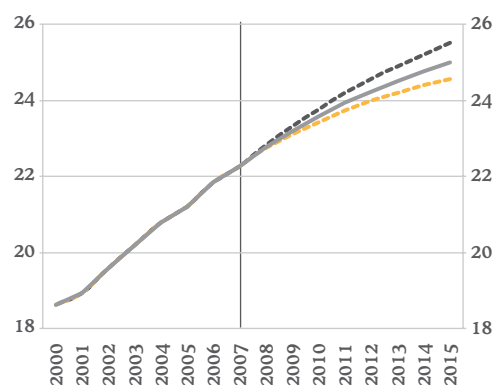


■ Cota superior [79% en 2020]
■ Cuadrado et al. (07) [78% en 2020]
■ Cota inferior [77% en 2020]
Fuente: Cuadrado et al. (2007) y SEE BBVA.

Gráfico 4.5.

Proyecciones Demográficas. Población Activa.

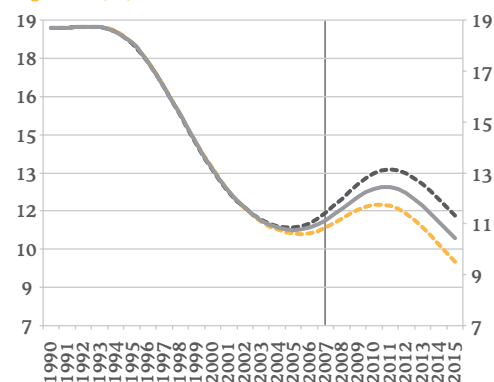
(Millones de personas)



■ Escenario base (TA=78% en 2020)
■ Cota inferior (TA=77% en 2020)
■ Cota superior (TA=79% en 2020)
Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 4.6.

NAIRU Implícita en los Escenarios de Empleo (%)



■ Cota superior
■ Escenario base
■ Cota inferior
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.7.

Población Ocupada.

(Millones de personas entre 16 y 64 años)

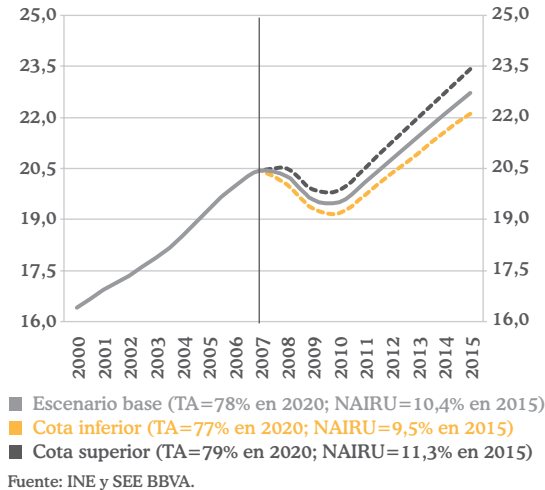


Gráfico 4.8.

Años Medios de Escolarización

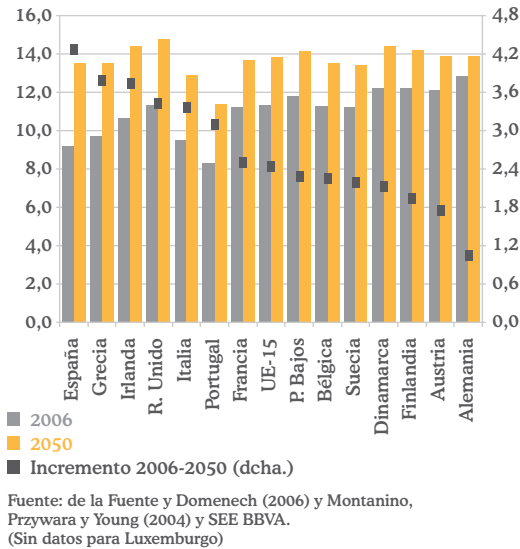
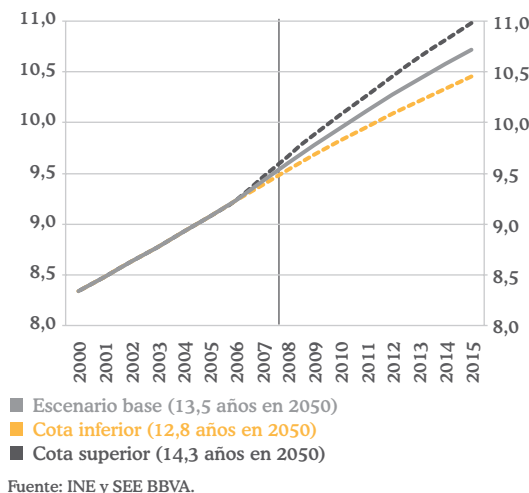


Gráfico 4.9.

Años Medios de Escolarización



Como resultado, el empleo de la economía española se incrementará entre 2,1 millones y 2,9 millones de ocupados entre 2008 y 2015 (2,4 millones en el escenario central), tal y como muestra el Gráfico 4.7.

En cuanto a la jornada laboral media, se asume que permanece constante desde el año 2007 en 1.652 horas por año. Así, los tres escenarios de empleo definen tres escenarios de horas totales trabajadas en 2015: 37.532 millones de horas en el escenario base, 36.541 millones en la cota inferior y 38.690 millones en la superior.

Capital humano: un escenario de convergencia para los años medios de escolarización

Para aproximar la dotación de capital humano de la economía, se ha utilizado el número medio de años de escolarización (s) de la población mayor de 25 años, calculado por de la Fuente y Doménech (2006) y proyectado por Montanino, Przywara y Young (2004).⁵ Se establece como escenario central la previsión realizada por Montanino, Przywara y Young (2004) según la cual el número medio de años de escolarización en España crece hasta los 10,7 en 2015 y los 13,5 en 2050 (frente a los 9,2 de 2006). Dada la cifra de 2050, se interpola el número medio de años de escolarización asumiendo una velocidad de convergencia de 0,035 anual:

$$\Delta s_t = 0,035(14,65 - s_{t-1}),$$

Con estos supuestos, la ecuación anterior permite aproximar la senda de evolución de la variable hasta alcanzar en 2050 el nivel de capital humano proyectado por Montanino, Przywara y Young (2004). Según este escenario, España sería el país de la UE-15 en donde más aumentaría el número medio de años de escolarización, si bien todavía se encontraría ligeramente por debajo de la media de la UE-15 en 2050 (Gráfico 4.8).

La cota inferior viene dada por el promedio entre el escenario central y una proyección alternativa en la que se asume que las tasas de escolarización de la población española permanecen constantes en 2002.⁶ Bajo escolarización constante, los años medios de educación de la población española alcanzarían los 11,6 en 2050, siendo el valor de convergencia de largo plazo 12,2. Por lo tanto, el valor de largo plazo del número medio de años de escolarización en la cota inferior será 13,7 $(14,6 - (13,5 - 11,6)/2)$, superando los 10,5 en 2015 y los 12,8 en 2050. La cota superior se construye de modo simétrico, de tal modo que los años de escolarización convergen a 15,6, situándose en 11,0 en 2015 y 14,3 en 2050. Los resultados de las proyecciones se sintetizan en el Gráfico 4.9.

La inversión productiva continúa creciendo pero la relación capital-output se mantiene constante

El Gráfico 4.10 muestra la evolución del stock de capital físico productivo privado sobre PIB para el período 1960-2007.⁷

Uno de los hechos estilizados en el proceso de crecimiento económico establece que, en el largo plazo, la relación capital-output tiende a estabilizarse alrededor de su valor de estado estacionario. En un modelo básico de crecimiento a largo plazo (por ejemplo, Solow, 1956), la relación capital-output de estado estacionario viene determinada por la

⁵ El número medio de años de escolarización de un individuo constituye tan solo una aproximación a su stock de capital humano. Principalmente, por dos motivos. En primer lugar, porque debería ponderarse por la calidad de la educación recibida (véase Hanushek y Woessmann, 2008). Y en segundo lugar, porque no considera los restantes componentes del capital humano: educación informal y experiencia laboral, i.e., conocimientos adquiridos en el puesto de trabajo.

⁶ Véase Montanino, Przywara y Young (2004), página 11.

⁷ Véase, en Doménech, Estrada y González-Calbet (2008), los detalles de la construcción de la serie de stock de capital físico productivo privado.

tasa de inversión en capital físico productivo privado, la tasa de crecimiento del factor trabajo, la tasa de crecimiento a largo plazo de la productividad, y la tasa de depreciación del stock de capital. Utilizando los valores observados para estas variables, el valor de estado estacionario de la relación capital-output para la economía española asciende a 1,373, ligeramente superior al observado durante los últimos años. En el Gráfico 4.10 destaca la intensidad con la que la economía española utiliza, en comparación con la de EE.UU., el capital físico por unidad de producto.

Para la construcción de las proyecciones de senda central de la tasa de crecimiento del PIB potencial, se estima una ecuación de convergencia de la relación capital-output a su valor de estado estacionario de 1,373, en línea con Doménech, Estrada y González-Calbet (2008). En contrapartida, el valor de largo plazo de la relación capital-output que se establece como escenario inferior es de 1,217, correspondiente al valor medio de la relación capital-output para el período 1995-2007. El escenario superior es simétrico al inferior con respecto al escenario central, lo cual implicaría un camino de convergencia a largo plazo hasta el valor 1,462. En cualquier caso, dada la escasa variabilidad prevista de la relación capital-producto, tal y como se analiza más adelante, sus efectos sobre el crecimiento potencial del PIB son muy reducidos.

El crecimiento potencial de la productividad total de los factores seguirá aumentando pero tardará en alcanzar el crecimiento de EE.UU

El escenario de proyección de la productividad total de los factores (PTF) adopta el mecanismo de corrección de error descrito en Doménech, Estrada y González-Calbet (2008). En particular, la tasa de crecimiento de la PTF en España viene determinada por su valor en el pasado y por la brecha tecnológica con respecto a Estados Unidos, lo cual presupone la existencia de difusión internacional del conocimiento entre la economía líder y la seguidora (Jones, 2002). A pesar de este mecanismo de convergencia, la brecha de eficiencia se reduce lentamente, de manera que en 2030 la PTF seguiría siendo un 15% superior en Estados Unidos (véase Doménech, Estrada y González-Calbet (2008)).

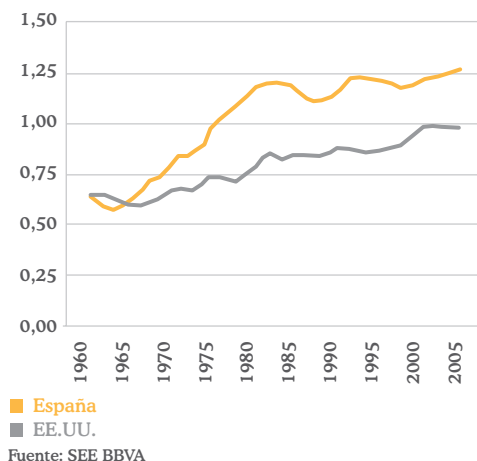
4.3. Escenarios de crecimiento del PIB potencial para España

El Cuadro 4.1 resume los diferentes escenarios que pueden combinarse para generar las proyecciones alternativas de la tasa de crecimiento del PIB potencial. En total se pueden construir 243 proyecciones alternativas a partir de los supuestos presentados anteriormente. La senda central de crecimiento del PIB potencial considerada en el escenario base surge de la combinación de los escenarios centrales de todas las variables relevantes.

En el Gráfico 4.11 se ha representado el escenario de proyección central de la tasa de crecimiento del PIB potencial de la economía española para el período 1990-2015. Alrededor del escenario central aparecen, progresivamente y sombreados, los intervalos asociados a una mejor (por encima del escenario central) o peor (por debajo del escenario central) evolución de las variables demográficas, de mercado laboral y tecnológicas. En particular, la primera banda o intervalo alrededor del escenario central corresponde a mejorar y empeorar simultáneamente el escenario demográfico. La segunda banda o intervalo se obtiene al mejorar y empeorar la proyección anterior con los escenarios alternativos de la tasa de actividad. Sucesivamente, los intervalos de confianza se van abriendo al mejorar y empeorar los escenarios de la tasa de desempleo estructural, de los años medios de escolarización,

Gráfico 4.10.

Evolución del Capital Productivo Privado sobre PIB (K/Y)



Fuente: SEE BBVA

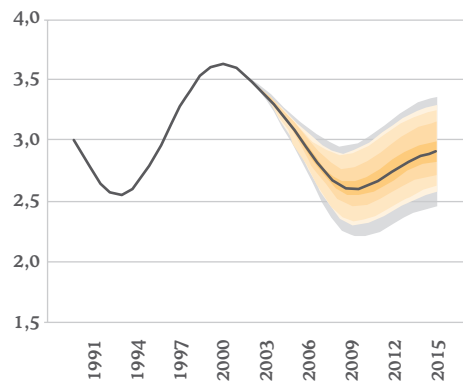
Cuadro 4.1.

Escenarios Alternativos de Proyección

Escenarios Demográficos	
Demo C	Escenarios centrales de {L y L16-64}
Demo S	Escenarios superiores de {L y L16-64}
Demo I	Escenarios inferiores de {L y L16-64}
Escenarios de Tasa de Actividad	
TA C	Escenario central, 78% en 2020
TA S	Escenario superior, 79% en 2020
TA I	Escenario inferior, 77% en 2020
Escenarios de Desempleo Estructural (NAIRU)	
NAIRU C	Escenario central, 10,4% en 2015
NAIRU S	Escenario superior, 11,3% en 2015
NAIRU I	Escenario inferior, 9,5% en 2015
Escenarios de Escolarización	
School C	Escenario central, 13,5 años en 2050
School S	Escenario superior, 14,3 años en 2050
School I	Escenario inferior, 12,8 años en 2050
Escenarios de Relación Capital-Output	
KtY C	Escenario central, 1,373 (estado estacionario)
KtY S	Escenario superior, 1,462 (simétrico)
KtY I	Escenario inferior, 1,217 (media España 1995-2007)
Supuestos adicionales	
Horas trabajadas por persona ocupada se suponen constantes a partir de 2007: $h=1652$	
Elasticidad del producto al stock de capital físico: $\alpha=0,36$, es la media de los países desarrollados	
Elasticidad del producto al stock de capital humano: $\beta=0,045$ (de la Fuente y Doménech, 2006)	

Gráfico 4.11.

Proyecciones de Crecimiento del PIB Potencial, España 1990-2015.



Fuente: SEE BBVA

y de la ratio capital-output. De esta forma, el límite superior de la última banda o intervalo de confianza corresponde a la mejor combinación posible de los escenarios considerados, mientras que el límite inferior de la última banda o intervalo de confianza corresponde a la peor combinación posible de los distintos escenarios.

Como puede apreciarse en el Gráfico 4.11, el crecimiento tendencial del PIB en la senda central se situaría en 2015 entorno al 2,9%, con un intervalo entre el 2,44% y el 3,34%. Al observar los resultados surgen tres conclusiones adicionales. En primer lugar, el gráfico permite destacar la importancia para la proyección del crecimiento potencial del supuesto subyacente sobre la evolución de la variable de inmigración. En particular, el primer intervalo de confianza alrededor del central, construido a partir de los escenarios propuestos de la población en edad de trabajar, depende directamente del perfil temporal supuesto de la variable migratoria. Por otro lado, dadas las hipótesis efectuadas sobre los intervalos de cada variable, se observa que una gran fuente de incertidumbre reside en la progresión futura de la tasa de actividad y, por construcción, en la capacidad de expandir el número de ocupados manteniendo el perfil temporal de la tasa de desempleo estructural. En otras palabras, los resultados sugieren que, aún manteniendo la evolución temporal de la tasa de empleo potencial, el alcance del incremento de la tasa de participación en el mercado laboral constituye uno de los retos principales a los cuales se enfrenta la economía española en el medio plazo. En contraposición, la menor fuente de incertidumbre se encuentra en los efectos de la evolución de los años medios de escolarización, como consecuencia de que la elevada inercia demográfica impide que a corto plazo esta variable pueda variar significativamente. Por lo tanto, la mejora o el deterioro con respecto al escenario central en la medida utilizada para aproximar la evolución a largo plazo del capital humano no tiene un efecto significativo a corto plazo sobre la tasa de crecimiento del PIB potencial, aunque es el principal determinante del diferencial en la productividad del trabajo de España con respecto a Estados Unidos (véase Doménech, 2008).

Es necesario destacar también la reducida probabilidad conjunta de cualquiera de los dos escenarios extremos (esto es, del límite superior y del límite inferior). Así, el escenario más desfavorable para la economía española en 2015 supondría la combinación simultánea de varios eventos adversos en comparación con el central, desde la reducción en la tasa de crecimiento de la población en edad de trabajar hasta la reducción en la relación capital-output pasando por la caída de un 0,7% en la tasa de actividad.

Por último, resulta conveniente destacar que la economía española saldrá previsiblemente de la desaceleración actual con una tasa de crecimiento medio anual del PIB potencial ligeramente inferior a la tasa de crecimiento medio registrado durante la fase expansiva iniciada en 1995. Este último aspecto se cumpliría tanto en la proyección central como en proyecciones inferiores y superiores a la central. El Cuadro 4.2 muestra las tasas medias de crecimiento del PIB potencial, y las de sus componentes, en diferentes períodos. La elección de los períodos se corresponde con los picos y los valles de la senda central de crecimiento potencial.

Perspectivas de crecimiento a medio plazo: del impulso de la demografía y el mercado laboral al de la productividad

La previsión sobre el crecimiento medio potencial para el período 2010-2015, en comparación con la evolución registrada en el período expansivo previo 1994-2000, se explicaría por la existencia de peores perspectivas de crecimiento de la tasa de actividad y, especialmente, de la tasa de empleo potencial. El crecimiento de la productividad actuaría en el futuro como factor compensador de las expectativas relativamente menos favorables de las variables demográficas y de mercado de

trabajo. Así, el Cuadro 4.2 refleja un patrón de crecimiento futuro que estaría más en línea con la experiencia histórica de la economía española en la segunda mitad del siglo XX. Esto es, ante el previsible agotamiento en la expansión de las variables demográficas y de empleo, la descomposición en el Cuadro 4.2 indica un crecimiento más sesgado hacia las ganancias en términos de productividad laboral.

¿Puede la economía española volver a crecer a tasas del 3%, o incluso superiores, tras la actual crisis económica? Como se ha mostrado anteriormente, bajo supuestos razonables sobre la evolución futura de los determinantes del crecimiento potencial, dichas tasas de crecimiento son perfectamente factibles, siempre que se asegure un entorno económico favorable. Para ello es necesario avanzar decisivamente en tres frentes distintos.

En primer lugar, a corto plazo es necesario minimizar los efectos de la crisis actual sobre la producción y el empleo aumentando la flexibilidad de precios y salarios. Una evolución más favorable del diferencial de inflación con la UEM, con el consiguiente aumento de la competitividad de la economía española, permitiría que el ajuste del déficit exterior se realice más a través de los precios relativos que de la cantidad de actividad y empleo (véase a este respecto el artículo incluido en esta revista sobre la financiación exterior de la economía española). Cuanto más descansa una mejor evolución de la inflación en una respuesta adecuada de los salarios a las menores expectativas de actividad, más se evitaría un aumento significativo del desempleo estructural. De no ser así, el consiguiente aumento de la NAIRU afectaría negativamente al crecimiento potencial de los próximos años.

En segundo lugar, para que la economía española cambie el patrón que ha caracterizado su crecimiento en los últimos quince años, necesita implementar una variedad de políticas estructurales encaminadas a mejorar la productividad combinada de los factores desde políticas con un claro perfil macroeconómico (i.e., políticas de I+D+i orientadas a la creación y expansión de sectores con alto contenido tecnológico o políticas educativas que mejoren el capital humano), a políticas con un marcado perfil microeconómico (i.e., políticas de organización dentro de la empresa para mejorar la eficiencia por hora trabajada). Un esfuerzo en este sentido por parte de todos los agentes económicos aseguraría ganancias de productividad a medio plazo.

En tercer lugar, es necesario que a medio plazo la economía española pueda reducir significativamente la tasa de desempleo estructural, tras el aumento que experimentará a corto plazo. Los resultados del ejercicio de proyección que se han mostrado anteriormente indican que la evolución de la población activa, en general, y del empleo, en particular, constituyen los determinantes del crecimiento económico que inducen mayor incertidumbre en la elaboración de escenarios. Por tanto, dado que no solo la cota superior sino también el escenario central presuponen una política activa por parte de las autoridades, sería conveniente que las medidas de política económica que se implementen resulten eficaces. Para ello, los servicios públicos de empleo deben contribuir aún más a reducir de un modo efectivo los costes de búsqueda de empleo. Al respecto, la evidencia empírica existente para numerosos países⁸ ha demostrado que ni la contratación temporal por parte del sector público, ni los programas de formación generalizados para los desempleados, resultan eficaces para aumentar el empleo y la empleabilidad. Por el contrario, las políticas activas como las medidas de asistencia en la búsqueda de empleo, además de implicar un menor gasto público que las anteriores, sí han resultado efectivas en aquellos países en los que se han implementado, por ejemplo, Suecia, Reino Unido y EEUU. Por tanto, la medida aprobada el 18 de abril de 2008 por el Gobierno en el Plan de Impulso Económico consistente en la

Cuadro 4.2.

Descomposición de la Tasa de Crecimiento del PIB Potencial: Senda Central, Límite Superior y Límite Inferior (tasa media de crecimiento anual tendencial, en %)

Límite Superior	$\Delta \ln Y$	$\Delta \ln Y/H$	$\Delta \ln H/Ld$	$\Delta \ln Ld/Ls$	$\Delta \ln Ls/L16-64$	$\Delta \ln L16-64$
1988-1993	2,88	1,66	-0,26	-0,07	0,75	0,79
1994-2000	3,14	0,78	-0,12	0,87	0,79	0,82
2001-2009	3,22	1,06	-0,43	0,22	0,91	1,46
2010-2015	3,21	1,29	-0,07	0,24	0,74	1,00
Senda Central	$\Delta \ln Y$	$\Delta \ln Y/H$	$\Delta \ln H/Ld$	$\Delta \ln Ld/Ls$	$\Delta \ln Ls/L16-64$	$\Delta \ln L16-64$
1988-1993	2,88	1,66	-0,26	-0,07	0,75	0,79
1994-2000	3,16	0,78	-0,12	0,87	0,80	0,82
2001-2009	3,07	1,05	-0,43	0,14	0,86	1,44
2010-2015	2,78	1,17	-0,07	0,17	0,60	0,91
Límite Inferior	$\Delta \ln Y$	$\Delta \ln Y/H$	$\Delta \ln H/Ld$	$\Delta \ln Ld/Ls$	$\Delta \ln Ls/L16-64$	$\Delta \ln L16-64$
1988-1993	2,88	1,66	-0,26	-0,06	0,75	0,79
1994-2000	3,17	0,79	-0,12	0,88	0,80	0,83
2001-2009	2,90	1,02	-0,43	0,06	0,83	1,42
2010-2015	2,34	1,00	-0,07	0,10	0,50	0,81

Fuente: SEE BBVA

⁸ Véase Grubb y Martin (2001) y Cahuc y Zylberberg (2004), capítulo 11, entre otros.

contratación de 1.500 orientadores para la elaboración de itinerarios laborales personalizados de los desempleados va en la dirección correcta. También debería estudiarse la eficacia de los subsidios a la contratación de grupos de población concretos, con cierta desventaja en el acceso al empleo o con un grado de empleabilidad más reducido, tales como mujeres, jóvenes, personas de edad avanzada, etc. La eficacia de estos programas depende del grupo al que se destinen, siendo más elevada entre los desempleados de larga duración y entre mujeres, y no tanto para colectivos de jóvenes con baja cualificación. Por último, si bien la flexibilidad del mercado laboral español ha crecido durante las últimas décadas, lo ha hecho en mayor medida a través de un incremento de la temporalidad⁹, que de cambios en la estructura legislativa que lo regula. Por tanto, un mecanismo de negociación colectiva que vincule más directamente los incrementos salariales a ganancias de productividad¹⁰ podría facilitar una respuesta más ordenada del empleo a las oscilaciones de la actividad.

4.4. Referencias

- Cahuc, P. y A. Zylberberg (2004). *Labor Economics*. The MIT Press.
- Cuadrado, P., A. Lacuesta, J. M. Martínez y E. Pérez (2007). "El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional". Documento de trabajo 0732. Banco de España.
- De la Fuente, A. y R. Doménech (2006). "Human capital in growth regressions: How much difference does data quality make?" *Journal of the European Economic Association*, 4 (1), 1-36.
- Denis, C., D. Grenouilleau, K. Mc Morrow, K. y W. Röger (2006). "Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps - A Revised Production Function Approach," European Commission, Economic Papers No. 247.
- Dolado, J. (2008). "La agenda del nuevo diálogo social", <http://sociedadabierta.es/2008/07/10/la-agenda-del-nuevo-dialogo-social/>.
- Doménech, R. (2008). "La Evolución de la Productividad en España y el Capital Humano". Documento de Trabajo de la Fundación Alternativas.
- Doménech, R. y V. Gómez (2005). "Ciclo Económico y Desempleo Estructural en la Economía Española." *Investigaciones Económicas*, XXIX(2), 259-288.
- Doménech, R. y V. Gómez (2006). "Estimating Potential Output, Core Inflation and the NAIRU as Latent Variables." *Journal of Business and Economic Statistics*, 24(3), 354-65.
- Doménech, R., A. Estrada y L. González-Cálvet (2008). "El potencial de crecimiento de la economía española", en J. Velarde y J. M. Serrano (coordinadores), *La España del Siglo XXI*.
- Grubb, D. y J. Martin (2001). "What Works and for whom: A review of OECD countries' experience with active labour market policies", *Swedish Economic Policy Review*, 8, 9-56.
- Hanushek, E. A., y L. Woessmann (2008). "The Role of Cognitive Skills in Economic Development," *Journal of Economic Literature*, 46 (3), 607-668.
- Jones, Ch. I. (2002). "Sources of U.S. Economic Growth in a World of Ideas." *American Economic Review*, 92 (1), 220-39.
- Kuttner, K. N., (1994). "Estimating Potential Output as a Latent Variable," *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 12 (July), pp. 361-68.
- Mishkin, F. S., (2007). "Estimating Potential Output," Conference on Price Measurement for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas, Texas, May.
- Montanino, A., B. Przywara y D. Young (2004). "Investment in education: the implications for economic growth and public finances", Economic Papers No. 127. Comisión Europea.
- Solow, R. M. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth." *Quarterly Journal of Economics*, 70, 65-94.
- Staiger, D., J.H. Stock y M. W. Watson (1997). "The NAIRU, Unemployment, and Monetary Policy," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11 (Winter), pp. 33-49.

⁹ Dolado (2008) realiza una propuesta para reducir la tradicional segmentación existente en el mercado laboral español entre trabajadores indefinidos y temporales y, al mismo tiempo, incrementar el nivel de empleo. El mecanismo consistiría en reducir el diferencial entre los costes de despidos de indefinidos y temporales, lo que aumentaría la tasa de conversión de temporales a indefinidos, reduciría la rotación de temporales entre empleo y desempleo y acortaría la tasa de paro. Su propuesta consiste en estructurar la indemnización por despido en tramos crecientes en función de la antigüedad del trabajador en la empresa.

¹⁰ Y modere la dispersión del crecimiento salarial entre ramas de actividad no provocado por diferencias de productividad.

Recuadro Anexo. Descripción Metodológica

El indicador del nivel de bienestar de la economía española, medido por el producto interior bruto per cápita o renta per cápita (PIB/L), puede descomponerse de acuerdo a la siguiente identidad en cada período de tiempo t :

$$(1) \quad \frac{PIB_t}{L_t} \equiv \frac{PIB_t}{H_t} \frac{H_t}{L_t^d} \frac{L_t^d}{L_t^s} \frac{L_t^s}{L_t^{16-64}} \frac{L_t^{16-64}}{L_t},$$

dónde el PIB per cápita es el producto de las siguientes variables: (i) la productividad (definida como el nivel de producción por hora trabajada, PIB/H), (ii) el número de horas promedio trabajadas por persona ocupada (H/L^d), (iii) la tasa de empleo (definida como el empleo sobre la oferta de trabajo, L^d/L^s), (iv) la tasa de actividad (definida como la oferta de trabajo sobre la población en edad de trabajar, L^s/L^{16-64}), y (v) la estructura de población (definida como la población en edad de trabajar sobre la población total, L^{16-64}/L). La evolución temporal del PIB per cápita vendrá determinada por la evolución de éstas variables, de entre las cuáles únicamente la productividad puede presentar una tasa de crecimiento positiva a largo plazo. Esto es, la evolución a largo plazo de las horas promedio, de la tasa de empleo, de la tasa de actividad y de la estructura de población está acotada por sus respectivos límites. Aún así, cambios en la evolución a medio plazo de éstas variables influirán significativamente en el perfil temporal del nivel de bienestar de la economía.

Por lo tanto, tomando la primera diferencia del logaritmo de la expresión (1) aproximamos la identidad en función de tasas de crecimiento:

$$(2) \quad \Delta \ln \frac{PIB_t}{L_t} \approx \Delta \ln \frac{PIB_t}{H_t} + \Delta \ln \frac{H_t}{L_t^d} + \Delta \ln \frac{L_t^d}{L_t^s} + \Delta \ln \frac{L_t^s}{L_t^{16-64}} + \Delta \ln \frac{L_t^{16-64}}{L_t},$$

donde la tasa de crecimiento del PIB per cápita se aproxima por la suma de la tasa de crecimiento de la productividad, la tasa de crecimiento de las horas promedio trabajadas, el crecimiento de la tasa de empleo, el crecimiento de la tasa de actividad y el crecimiento de la población en edad de trabajar por habitante. La expresión (2) también muestra que la tasa de crecimiento de la producción no depende de la tasa de crecimiento de la población, evitando así efectos escala en la descomposición del crecimiento a largo plazo.

Para determinar la evolución a largo plazo del crecimiento de la productividad se supone, en primer lugar, que la producción agregada de la economía está adecuadamente representada si utilizamos la función de producción de tipo Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala sobre capital y trabajo en cada período de tiempo t :

$$(3) \quad Y_t = A_t (K_t)^\alpha (h_t L_t^d)^{1-\alpha} \exp\{\beta s_t\},$$

en donde Y es el PIB, A la productividad total de los factores (PTF), K el stock de capital físico productivo privado, h el número de horas promedio trabajadas por ocupado, L^d el número de ocupados y s el capital humano por trabajador medido, en línea con Doménech, Estrada y González-Calbet (2008), por los años de escolarización. Bajo el supuesto de que los mercados de productos y factores funcionan en competencia perfecta, el parámetro α es la proporción del valor añadido correspondiente a las rentas del capital. El parámetro β es la elasticidad del producto con respecto al capital humano. La ecuación (3) permite obtener la PTF como componente residual una vez que se disponen de series temporales de stock de capital, horas totales trabajadas y capital humano, y se formulan supuestos factibles sobre los parámetros de la función de producción.

Reescribiendo la expresión (3) en función de la relación capital-output (K/Y) y tomando logaritmos se obtiene la productividad por hora trabajada:

$$(4) \quad \ln \frac{Y_t}{h_t L_t^d} = \frac{1}{1-\alpha} \ln A_t + \frac{\alpha}{1-\alpha} \ln \frac{K_t}{Y_t} + \frac{\beta}{1-\alpha} s_t,$$

Finalmente, diferenciando la expresión (4) se obtiene la tasa de crecimiento de la productividad como:

$$(5) \quad \Delta \ln \frac{Y_t}{h_t L_t^d} = \frac{1}{1-\alpha} \Delta \ln A_t + \frac{\alpha}{1-\alpha} \Delta \ln \frac{K_t}{Y_t} + \frac{\beta}{1-\alpha} \Delta s_t,$$

donde la evolución de la productividad por hora trabajada depende de la evolución del progreso técnico (PTF), de la relación capital-output y de los años de escolarización.

Sustituyendo la expresión (5) en la expresión (2) se obtiene la descomposición de la tasa de crecimiento del PIB en función de las tasas de crecimiento de todas las variables relevantes. La tasa de crecimiento del PIB potencial se estima introduciendo como inputs el empleo potencial de la economía, el cual a su vez se calcula a partir de un escenario de la tasa de desempleo estructural (o NAIRU), y el componente tendencial de la PTF, que se extrae aplicando el filtro de Hodrick-Prescott a la serie de PTF.

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

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

*Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Perú, Uruguay y Venezuela
** Para Latam, previsión de fin de periodo

Variables financieras

	Tipo oficial (%), final de período				Tipo de interés a 10 años (%), media trimestral*			
	07/11/08	4T08	2T09	4T09	07/11/08	4T08	2T09	4T09
UEM	3,25	2,75	1,50	1,50	3,7	3,8	3,2	3,1
EE.UU.	1,00	1,00	1,00	1,00	3,8	3,8	3,6	3,5

* Tipos de interés a 10 años referidos a bonos alemanes

	Tipo de cambio (vs euro)*				Petróleo Brent (dólares por barril)*			
	07/11/08	4T08	2T09	4T09	07/11/08	4T08	2T09	4T09
Dólar EE.UU.	1,28	1,30	1,21	1,15	57,4	82	75	70

* Media del período

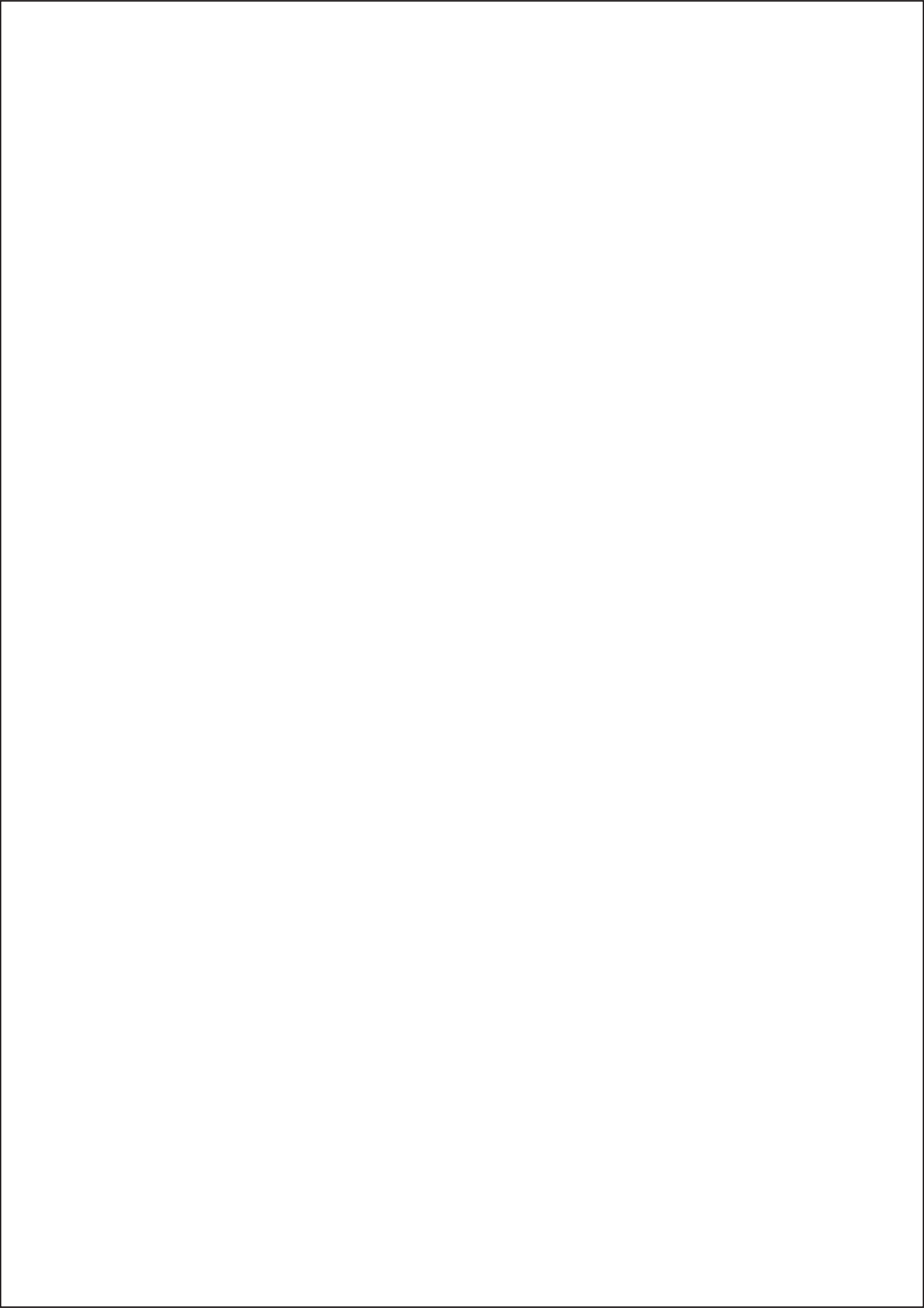
Resumen de previsiones economía española

(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	3,7	1,3	-1,0
Consumo Privado	3,4	2,8	2,9	4,2	4,2	3,9	3,4	1,1	-0,5
Consumo Público	3,9	4,5	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	3,8	3,5
Formación bruta de capital fijo	4,8	3,4	5,9	5,1	7,0	7,1	5,3	-2,0	-9,1
Bienes de equipo	-0,3	-2,9	4,1	5,1	9,2	10,2	10,0	-1,3	-13,9
Construcción	7,6	6,3	6,2	5,4	6,1	5,9	3,8	-4,0	-9,6
Vivienda	7,5	7,0	9,3	5,9	6,1	6,0	3,8	-9,5	-20,7
Resto	7,7	5,6	3,5	5,0	6,2	5,7	3,9	1,3	-0,6
Otros Productos	5,8	5,0	7,2	3,8	7,1	7,1	3,9	3,5	0,5
Variación de existencias (*)	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,0
Demanda nacional (*)	3,9	3,3	3,9	4,9	5,3	5,3	4,4	0,8	-2,2
Exportación bienes y servicios	4,2	2,0	3,7	4,2	2,5	6,7	4,9	3,1	-1,6
Importación bienes y servicios	4,5	3,7	6,2	9,6	7,7	10,3	6,2	1,1	-4,3
Saldo exterior neto (*)	-0,2	-0,6	-0,8	-1,7	-1,7	-1,5	-0,8	0,5	1,3
PIB a precios corrientes	8,0	7,1	7,4	7,4	8,1	8,1	7,0	4,9	2,0
Millones de Euros	680.678	729.206	782.929	841.042	908.792	982.303	1.050.595	1.101.824	1.124.027
Precios y costes									
Deflactor del PIB	4,2	4,3	4,1	4,0	4,3	4,0	3,2	3,5	3,0
Deflactor consumo hogares	3,4	2,8	3,1	3,6	3,4	3,5	3,2	4,4	2,6
IPC	3,5	3,5	2,9	3,0	3,4	3,5	2,8	4,3	2,3
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,2	1,3	0,9	0,9	1,2	1,3	0,6	0,9	0,4
Remuneración por asalariado	3,6	3,3	3,6	3,0	3,7	3,9	3,7	5,1	3,7
Coste laboral unitario (CLU)	3,2	2,9	2,9	2,4	3,3	3,2	2,9	3,5	2,0
Mercado de trabajo									
Población activa, EPA	0,3	4,1	4,0	3,3	3,5	3,3	2,8	2,9	1,7
Empleo EPA	4,1	3,0	4,0	3,9	5,6	4,1	3,1	-0,2	-3,2
Variación en miles de personas	640	484	666	675	1002	774	608	-42	-659
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,2	2,3	2,4	2,7	3,2	3,2	2,9	-0,2	-2,7
Tasa de Paro	10,6	11,5	11,5	11,0	9,2	8,5	8,3	11,0	15,4
Productividad	0,4	0,4	0,7	0,6	0,4	0,7	0,8	1,6	1,8
Sector Público									
Deuda (% PIB)	55,6	52,5	48,7	46,2	43,0	39,6	36,1	36,2	39,6
Saldo AA.PP. (% PIB)	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	1,8	2,2	-1,5	-4,3
Sector Exterior									
Saldo Comercial (% PIB, Aduanas)	-6,3	-5,8	-5,9	-7,2	-8,6	-9,1	-9,4	-9,3	-8,1
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,9	-10,1	-9,9	-8,2
Hogares									
Renta disponible real	3,4	3,5	3,6	3,6	4,6	3,7	2,5	0,6	0,1
Renta disponible nominal	6,8	6,3	6,7	7,2	8,0	7,2	5,7	4,9	2,7
Tasa de ahorro (% renta nominal)	11,1	11,4	12,0	11,3	11,3	11,2	10,2	11,6	12,8

Fuente: organismos oficiales y SEE-BBVA

(*) Contribución al crecimiento del PIB



Interesados dirigirse a:

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

Depósito Legal: M-31254-2000

Servicio de Estudios Económicos:

Director:
José Luis Escrivá

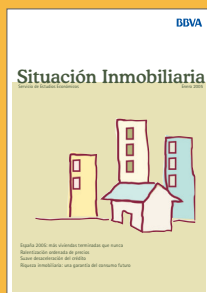
Economistas Jefe:
Europa y España
Europa: Miguel Jiménez
España: Julián Cubero

Escenarios Financieros y Económicos: Mayte Ledo
Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido
Tendencias Globales: David Tuesta
Escenarios Financieros: Daniel Navia
Análisis Sectorial: Ana Rubio

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

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

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.