



Economicwatch

14 de septiembre de 2007

España, escenario ante las turbulencias financieras

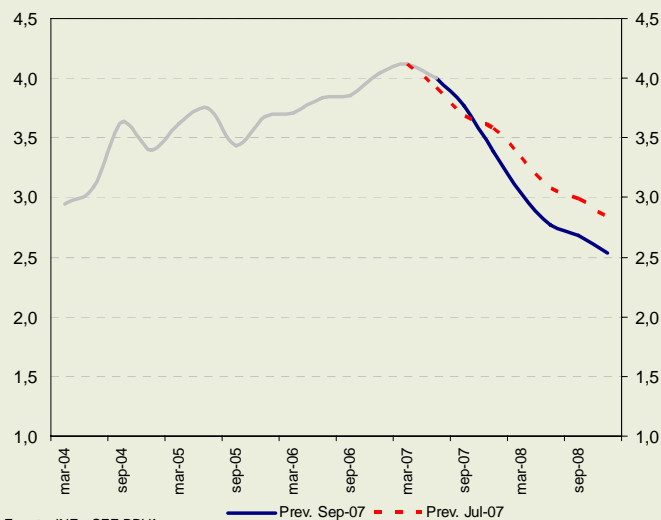
- Desde finales de julio aumentan los *spread* de crédito en los mercados mayoristas, reflejo de un alza de la aversión al riesgo. Ello ha generado un problema de liquidez en los mercados financieros más persistente de lo esperado.
- Esto incide en la economía real a través de la re-evaluación del riesgo de crédito, de la moderación de la confianza y del efecto riqueza.
- Aunque hay incertidumbres, lo más probable es que el impacto de las turbulencias financieras sobre la economía sea acotado. Hay que destacar la rápida reacción de los bancos centrales, las perspectivas de tipos de interés más bajos y, finalmente, el limitado contagio a los mercados emergentes.
- En un entorno internacional algo menos favorable, a lo largo de los próximos trimestres la economía española intensificará la dinámica de desaceleración gradual en la que ya estaba inmersa. Así, se mantiene la previsión de un aumento del PIB del 3,8% en 2007 y se rebaja la de 2008 desde el 3,1% al 2,8%. Se trata, en todo caso, de una revisión acotada, en línea con la realizada para el conjunto de la UEM.
- Esta limitada revisión a la baja del crecimiento de 2008 en España se apoya en la existencia de fortalezas en la economía, en especial de un sistema bancario muy sólido, algo particularmente relevante dado el carácter financiero del choque actual.
- Los soportes en el sector inmobiliario, principalmente la demanda potencial de vivienda, implican que éste continuará en un proceso de ajuste ordenado. Además, los hogares tienen una sólida posición patrimonial, las empresas tienen una confortable posición en beneficios y el sector público cuenta con una holgada situación financiera, lo que le da un elevado margen de actuación.

España: Escenario macroeconómico			
(% a/a)	2006	2007	2008
HOGARES			
Consumo	3,7	3,2	2,8
(*)		-0,1	-0,1
EMPRESAS			
Inversión en equipo	10,3	10,8	4,4
(*)		0,3	-2,3
Exportaciones	4,5	4,4	4,0
(*)		-0,7	-0,9
SECTOR INMOBILIARIO			
Inversión vivienda	6,4	3,5	0,0
(*)		-0,3	-1,0
Viviendas iniciada (miles)	911	675	550
(*)		-25	-100
Precio vivienda	10,4	5,5	1,4
(*)		-0,4	0,0
PIB	3,9	3,8	2,8
(*)		0,0	-0,3

Fuente: INE, Mº Vivienda y SEE BBVA

(*) Variación frente a la previsión anterior

España: crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: INE y SEE BBVA

➤ Una re-evaluación de los riesgos y un problema de liquidez ...

Desde finales de julio se ha producido un fuerte repunte de la aversión al riesgo en los mercados financieros, cuyo detonante fueron las dudas sobre la calidad de distintos activos en los mercados de crédito. A partir de ahí, los mercados financieros han registrado un proceso de huida hacia la calidad por parte de los inversores, con retrocesos de los mercados de renta variable, ampliación de los *spread* del crédito corporativo y de los activos soberanos emergentes, así como una acusada caída de las rentabilidades.

Sin embargo, han sido los recientes problemas de liquidez los que han generado mayor incertidumbre en los mercados. En este sentido, en las últimas semanas han aparecido tensiones en los principales mercados interbancarios que han encarecido la financiación a corto plazo y han provocado el contagio de la incertidumbre a los títulos de financiación a corto plazo, con la consiguiente restricción de la emisión de papel comercial.

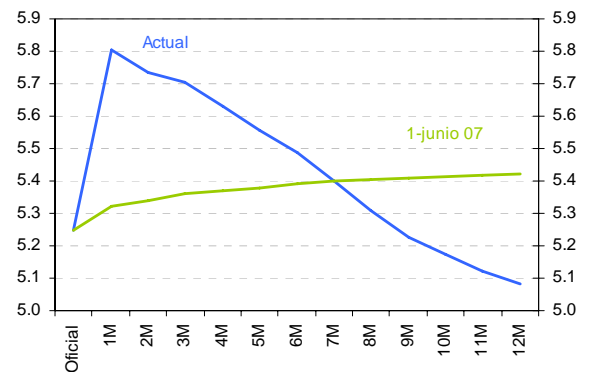
La rápida reacción de los principales bancos centrales, con constantes inyecciones de liquidez en los mercados interbancarios durante las últimas semanas para garantizar la normalización de las condiciones monetarias, está tratando de calmar la situación. A ello contribuye también el cambio de expectativas de las políticas monetarias. Todo ello podría favorecer el restablecimiento de la confianza de los inversores y la vuelta a la normalidad de los mercados, que con todo parecen encontrarse todavía a la espera de tener datos más fiables sobre el alcance y magnitud de los efectos de la actual situación. En medio de este episodio es destacable el comportamiento de los mercados emergentes, que se han mostrando muy resistentes al contagio.

➤ ... que rebaja las perspectivas de crecimiento global de forma limitada

La percepción de mayor vulnerabilidad del sistema financiero ha generado incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial. Aunque todavía es muy pronto para tener evidencia de los efectos sobre la economía real, los canales de transmisión están identificados. En primer lugar, los menores precios de los activos, fundamentalmente bolsa y vivienda, llevarán a un período en el que el efecto riqueza será menos intenso que en los últimos años. En segundo lugar, parece razonable pensar que se producirá un deterioro, seguramente leve, de las expectativas de los agentes, lo cual redundará en una moderación de la demanda. Y en tercer y último lugar, una valoración más adecuada por parte de los agentes de los riesgos asumidos derivará en una menor disponibilidad de crédito de la considerada hasta ahora.

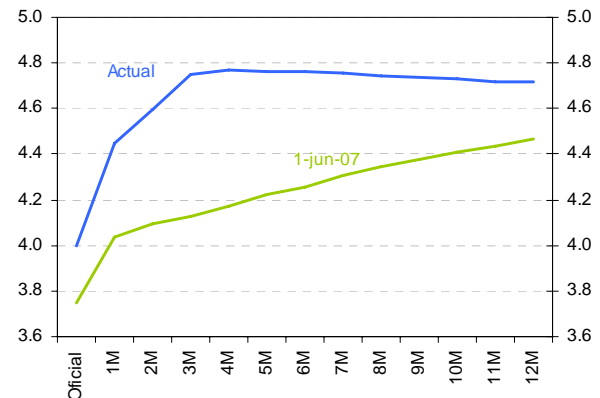
Con todo ello se plantea un panorama en el que la economía mundial crecerá menos de lo contemplado hasta el momento. No obstante, el alcance de esta revisión a la baja de las expectativas de crecimiento es limitado. Así, el mayor impacto se contempla en la economía estadounidense, para la cual se esperan tasas de crecimiento del 1,9% para este año y del 2,2% para el que viene, lo que supone cuatro y seis décimas menos de crecimiento, respectivamente, de lo que se estaba pronosticando. En Europa, por su parte, la revisión ha sido menor, rebajando en dos décimas nuestras anteriores previsiones. En los países emergentes los cambios son muy limitados. Así, América Latina, con unos soportes mucho mejores que en episodios

EE.UU.: Curva LIBOR



Fuente: SEE BBVA

UEM: Curva EURIBOR



Fuente: SEE BBVA

Previsiones de crecimiento del PIB

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

Fuente: SEE BBVA

anteriores, ve rebajado su crecimiento tan sólo en 2008. Por su parte, la economía china crecerá todavía a tasas muy elevadas, al 10,9% este año y al 9,9% el que viene. Así, aunque el crecimiento mundial se desacelerará, mantendrá tasas superiores al 4,0%. Además, endógeno a este escenario se produce una revisión a la baja de nuestras perspectivas de tipos de interés oficiales tanto en EE.UU. como en Europa. En el primero, se espera que la Reserva Federal recorte su tipo de referencia hasta el 4,75% este año y que lo mantenga estable a lo largo del año que viene. Mientras, en Europa, se anticipa estabilidad del precio oficial del dinero en el actual 4% para los próximos dos años, lo que redundará en un tipo Euribor a un año inferior al previsto hasta el momento.

➤ La desaceleración cíclica de España, ahora algo más intensa

Dinámica interna de desaceleración desde mediados de año

Con un crecimiento del 4% en el segundo trimestre de 2007, una décima menos que en el trimestre anterior, la economía española estaba en un punto de inflexión cíclica en su crecimiento que, de acuerdo a las perspectivas del SEE BBVA, continuaría con una desaceleración en lo que resta de 2007 y 2008¹. En julio pasado esas previsiones de crecimiento de la economía española eran del 3,8% en 2007 y del 3,1% en 2008. Los efectos de las turbulencias financieras actuales llevan a una intensificación de la desaceleración del PIB español en 2008, hasta crecer a una tasa del 2,8%, 0,3 puntos menos que la previsión anterior. Con todo, se trata de una revisión muy acotada y que implica que la economía seguirá creciendo a tasas próximas a su potencial.

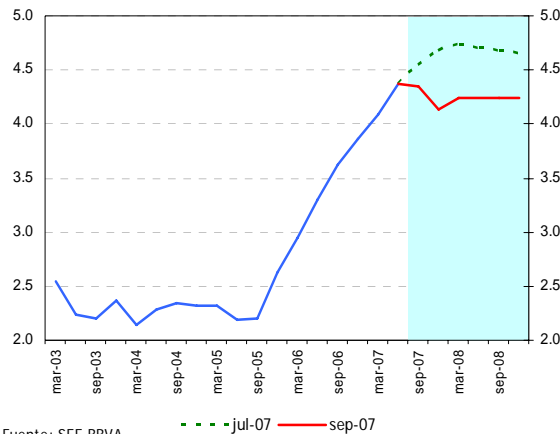
Por tanto, la economía española cerró un primer semestre de gran dinamismo, iniciando una senda de desaceleración que, según la información coyuntural más reciente, continúa en la segunda mitad del año. De acuerdo con el Indicador Sintético de Actividad BBVA, ISA BBVA, elaborado por el Servicio de Estudios, las tendencias de los datos conocidos apuntan a una consolidación de la desaceleración en el segundo semestre de 2007.

En el caso del gasto de los hogares, las ventas del comercio minorista continuaron en julio con su tendencia a la moderación y las ventas de automóviles seguían cayendo en agosto. En cuanto a la actividad, también da señales de moderación y, así, en julio el Índice de Producción Industrial cayó hasta el 1,3%, tasa inferior a lo previsto y que consolida una tendencia de desaceleración para los próximos meses. Por último, los registros administrativos del mercado laboral, paro registrado y afiliación a la Seguridad Social, reflejan hasta agosto un paulatino menor dinamismo. Así, el paro aumenta especialmente en construcción, sin que los descensos en la industria sea capaz de compensarlo.

Con todo, la información coyuntural disponible en estos momentos es previa al pleno desarrollo del episodio de turbulencias financieras. Únicamente los indicadores de confianza de los consumidores y de la industria de agosto han sido recogidos parcialmente tras el inicio de las turbulencias financieras. En

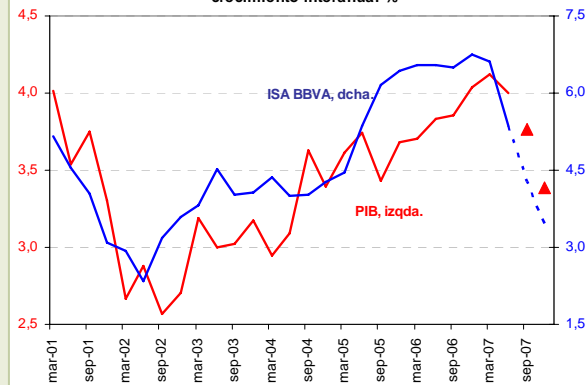
¹ Ello resultaba de la confluencia de tres elementos. En primer lugar, la menor holgura de las condiciones financieras, que contribuiría a moderar la inversión de los hogares en vivienda y consumo. En segundo lugar, la menor presión de la demanda de vivienda por parte de los hogares favorecía la continuidad de un proceso de ajuste gradual de precios y, de una forma más incipiente, en actividad. En tercer lugar, contrarrestando en cierta medida lo anterior, un entorno exterior todavía muy dinámico, en especial en la UEM y en los mercados emergentes, soportaba la demanda externa de bienes y servicios españoles.

UEM: Euribor a 12 meses



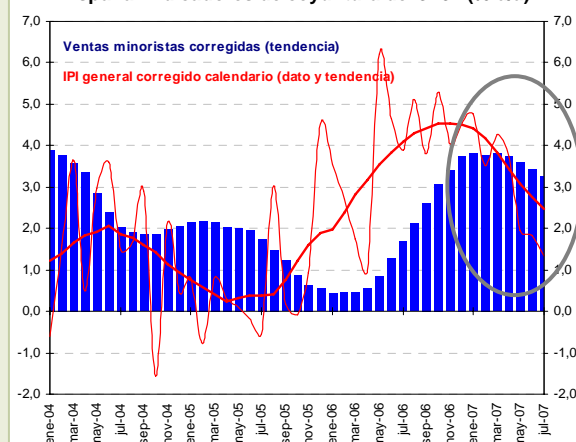
Fuente: SEE BBVA

España: PIB e ISA
crecimiento interanual %



Fuente: INE y SEE BBVA

España: Indicadores de coyuntura del 3T07 (% a/a)



Fuente: INE y SEE BBVA

este sentido, la confianza de la industria habría caído por tercer mes consecutivo, configurando una tendencia de caída coherente con la desaceleración registrada por la actividad. Por tanto, sigue existiendo incertidumbre sobre la magnitud del impacto del nuevo entorno financiero en la economía real, algo que se irá conociendo en las próximas semanas a medida que se vaya recibiendo nueva información.

Un entorno exterior menos favorable

Las implicaciones del episodio financiero en marcha sobre el escenario global de tipos de interés y de crecimiento y sobre la revaloración del riesgo de crédito llevan a una actualización de las previsiones de crecimiento de la economía española. Ello se concreta en una revisión a la baja del crecimiento del PIB en 2008 desde el 3,1% al 2,8%. Esta rebaja se deriva de una moderación más acusada en el gasto de los hogares, sobre todo en vivienda pero también en consumo, y del menor crecimiento esperado de exportaciones e inversión en equipo. En el nuevo entorno, aumenta la vulnerabilidad de la economía. Ahora bien, esta revisión no supone un cambio radical del escenario previo de la economía española, sino una acomodación a la nueva situación, intensificando ligeramente su patrón de desaceleración.

Consumo: la situación patrimonial, soporte relevante de los hogares españoles

Los hogares continuarán con un proceso de moderación de su gasto en consumo de un modo algo más intenso de lo previsto debido al efecto de las turbulencias financieras en la confianza y al menor efecto riqueza de los hogares, dada la desaceleración más intensa del crecimiento de los precios de la vivienda y una evolución bursátil menos positiva. Con todo, el impacto sería de apenas una décima respecto a las previsiones anteriores dado que la situación económica de las familias españolas cuenta con soportes relevantes.

La evolución del gasto en consumo descansa en última instancia en la renta disponible, y ésta, en el empleo. Aunque la evolución del empleo depende estrechamente de la actividad (y viceversa), que será menos dinámica, la mayor flexibilidad del mercado laboral español permite esperar unas perspectivas de ajuste más ordenado que en anteriores etapas de desaceleración. Con ello, el empleo continuará con tasas cercanas al 3% en 2007 y ligeramente por encima del 1,5% en 2008². Por su parte la previsible moderación en el crecimiento de los activos permitirá que la tasa de desempleo oscile cómodamente en el entorno actual del 8%, la más baja desde 1978, y tres puntos inferior a la de hace cinco años.

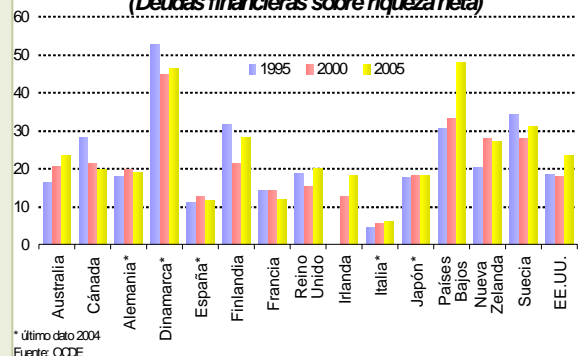
El principal factor de soporte es que las familias gozan de una sólida situación patrimonial en comparación con la vigente en otras economías. Es cierto que el endeudamiento familiar ha ido aumentando paulatinamente hasta alcanzar en el primer trimestre de 2007 el 127% de su renta disponible, pero hay que destacar que las familias han recurrido al endeudamiento para financiar fundamentalmente aumentos de patrimonio, lo que ha contribuido a que se mantenga una saneada situación patrimonial. De hecho, la ratio de deuda financiera sobre riqueza neta de las familias españolas se sitúa como una de las más bajas de los países de nuestro entorno, como puede verse en el gráfico adjunto. Esta solidez patrimonial es claramente un soporte adicional

España: Escenario macroeconómico			
(% a/a)	2006	2007	2008
HOGARES			
Consumo	3,7	3,2	2,8
	(*)	-0,1	-0,1
EMPRESAS			
Inversión en equipo	10,3	10,8	4,4
	(*)	0,3	-2,3
Exportaciones	4,5	4,4	4,0
	(*)	-0,7	-0,9
SECTOR INMOBILIARIO			
Inversión vivienda	6,4	3,5	0,0
	(*)	-0,3	-1,0
Viviendas iniciada (miles)	911	675	550
	(*)	-25	-100
Precio vivienda	10,4	5,5	1,4
	(*)	-0,4	0,0
PIB			
	3,9	3,8	2,8
	(*)	0,0	-0,3

Fuente: INE, M^o Vivienda y SEE BBVA

(*) Variación frente a la previsión anterior

Apalancamiento familiar
(Deudas financieras sobre riqueza neta)



² De hecho en el segundo trimestre de 2007 el empleo de Contabilidad Nacional aumentó a un ritmo del 3,2% anual, 0,4 pp más que la media de los últimos cinco años, lo que supone la creación anual de 590 mil empleos.

en el que puede apoyarse la evolución del gasto de los hogares en un entorno de generación de renta menos dinámico.

Empresas: un menor crecimiento de la demanda externa, pero una situación saneada y diversificada sectorial y geográficamente

El menor crecimiento económico mundial afecta directamente a las ventas al extranjero de bienes y servicios españoles y al ciclo inversor empresarial. Por ello resulta lógico revisar a la baja en 2008 las perspectivas de crecimiento de ambos componentes de la demanda, como se muestra en la tabla de previsiones de la economía española. En los bienes de equipo, la desaceleración en sus tasas de crecimiento ya se está produciendo desde la primera mitad de 2007, aunque desde tasas de variación de dos dígitos. En lo que se refiere al crecimiento de las exportaciones, también se revisa a la baja en 0,7 pp en 2007 (hasta el 4,4%) y casi en un punto para 2008 (hasta el 4,0%). La moderación del escenario de crecimiento de la UEM tras un decepcionante segundo trimestre ha sido determinante en la revisión de estas cifras.

Aunque las empresas se enfrentan a un dinamismo exterior menor en los próximos trimestres, es necesario señalar que, en términos generales, gozan de unas saneadas cuentas de resultados que permiten afrontar con holgura la evolución de sus cargas financieras. El ritmo de aumento del endeudamiento empresarial es asumible dada la evolución registrada por sus beneficios recurrentes, como muestra el gráfico adjunto.

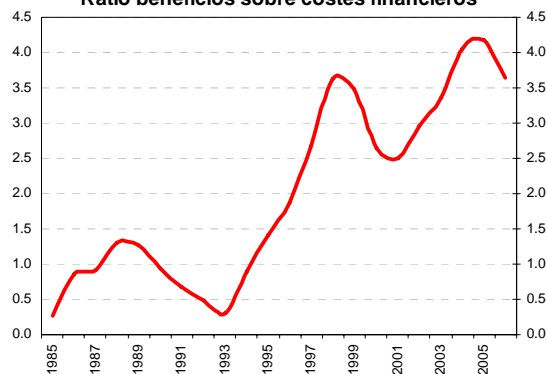
Además, otra fortaleza relevante del sector empresarial español, y por lo tanto de nuestra economía, es el grado de diversificación geográfica y sectorial (como se observa en el gráfico adjunto) alcanzado en sus relaciones con el exterior. Pero más allá de la apertura comercial, cercana al 60% del PIB, la posición de la inversión directa española en el exterior representaba ya en 2005 el 18% del PIB. Este dinamismo inversor se dirige a gran diversidad de actividades, entre las que destacan por orden de importancia: Intermediación Financiera, Manufacturas, Transportes y Comunicaciones, Distribución de Energía y Comercio. Geográficamente, el detalle es también representativo de una gran pluralidad, con el 26% del stock de capital invertido en Latinoamérica, el 13% en Norteamérica (área que incluye México, Canadá y EE.UU.) o el 50% en la UE 15.

Sector inmobiliario: continuará con su proceso de ajuste ordenado dados los soportes de largo plazo con los que cuenta

El escenario de tensiones de liquidez surgido de las turbulencias financieras de agosto hace pensar que, además del freno del gasto en vivienda, se podría producir cierta moderación en su oferta, ligada a la re-evaluación de la preferencia por el riesgo de los inversores que produciría a su vez una menor accesibilidad al crédito. Con ello, el ajuste gradual ya en marcha en el sector inmobiliario se haría algo más intenso, como se refleja en la tabla de previsiones de gasto en vivienda y de número de viviendas iniciadas. Así, el peso del gasto en vivienda sobre el PIB, actualmente del 7,6%, convergería paulatinamente hacia niveles ligeramente superiores al 7%, cifra en torno a la cual ha oscilado en el último ciclo expansivo.

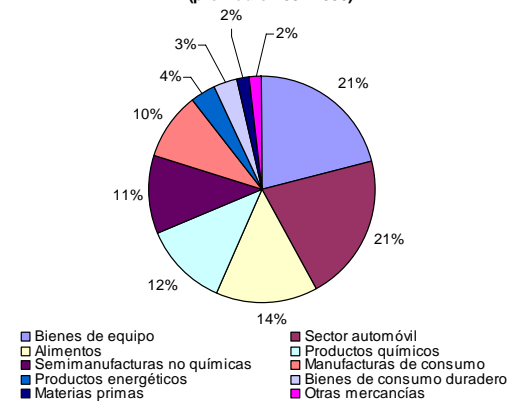
Con todo, este ajuste no tendrá un carácter permanente, dados los fundamentos del sector desde una perspectiva de largo plazo, y en particular de la demanda potencial de vivienda por parte de residentes y no residentes.

Ratio beneficios sobre costes financieros



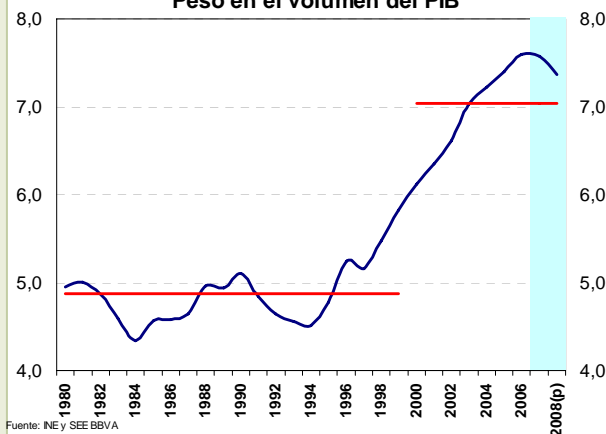
Fuente: Central de Balances del Banco de España

Composición sectorial de las exportaciones españolas (promedio 2001-2006)



Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio

España, Inversión en vivienda
Peso en el volumen del PIB



Fuente: INE y SEE BBVA

El número promedio de hogares formados en los últimos dos años se acerca a los 500 mil anuales, doblando las cifras vigentes a comienzos de la década. Ello supone un claro indicativo de la demanda potencial de vivienda si se considera además la demanda de segunda vivienda por parte de residentes y la de vivienda vacacional turística por no residentes. Las perspectivas demográficas de España y Europa avalan unas sostenidas expectativas de aumento del número bruto de hogares residentes en España (nativos y no nativos) y de aumento de los tramos de población de mayor edad en Europa, principal demandante de vivienda turística.

La economía española cuenta con margen de maniobra y fortalezas específicas para afrontar el nuevo entorno

En síntesis, la economía española, igual que la del resto del área del euro, se encuentra en una etapa de desaceleración, de ajuste gradual del gasto hacia niveles más coherentes con el aumento de la renta, que se verá intensificada respecto a las perspectivas previas, pero manteniendo siempre unas previsiones de crecimiento positivo. Para 2007 y 2008 se mantienen las perspectivas de menor crecimiento, aunque algo más acusadas como consecuencia, fundamentalmente, de la revisión a la baja del entorno global. Además, la economía española se encuentra en unas condiciones comparativamente favorables para afrontar esta situación, con margen de maniobra y fortalezas específicas.

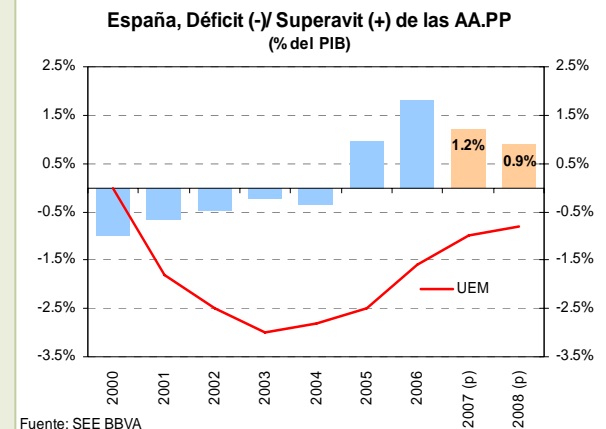
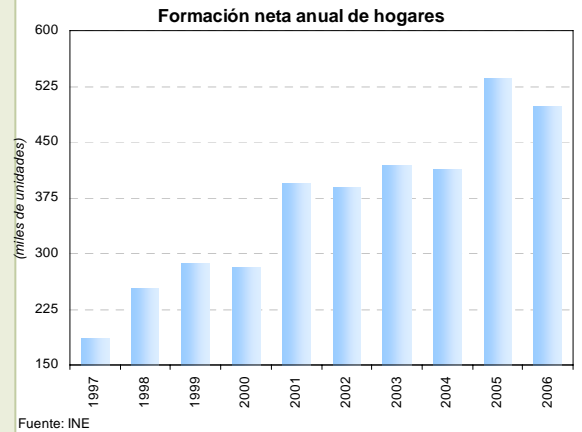
Margen de maniobra del Sector Público

En el escenario descrito, la fortaleza de las cuentas públicas españolas se presenta como uno de los pilares de la economía. En los últimos diez años, las Administraciones Públicas han pasado de registrar un déficit en sus cuentas superior al 6% del PIB, a registrar un superávit del 1,8% al cierre de 2006. Este proceso de consolidación fiscal ha permitido que el saldo vivo de la Deuda Pública se haya reducido en esos diez años del 63% del PIB al 40%. Estas cifras se sitúan muy lejos de los límites europeos establecidos en el Protocolo de Déficit Excesivo y de la media de los países de la UEM, con un déficit en 2006 del 1,6% y un nivel de deuda del 69%. Estas cifras permiten afrontar el futuro con un amplio margen de actuación para una política fiscal contra-cíclica, caso de ser esta necesaria, ya que ante una más que probable contención de los ingresos públicos, las Administraciones Públicas pueden mantener su programa de gasto, e incluso incrementarlo si la dinámica económica lo demandara. Por ejemplo, el posible impulso en obra civil tendría un impacto relevante en la actividad constructora dado que la vivienda representa sólo la mitad del total del sector.

Sistema financiero: diversificado, eficiente, solvente y con calidad crediticia

La incertidumbre financiera actual coloca a los sistemas bancarios internacionales en una situación vulnerable. Sin embargo, el sistema financiero español presenta una fortaleza relativa frente a sus homólogos en otros países que es importante destacar³.

³ Las entidades que podrían orientarse en España hacia segmentos más similares al *sub-prime*, los Establecimientos Financieros de Crédito, aún tienen una importancia reducida en el mercado español, suponiendo sólo el 2,2% de los saldos vivos de crédito para adquisición de vivienda. Además, como en España originadores y gestores de hipotecas son los mismos, los incentivos a conceder créditos de perfil de riesgo relativamente elevado son muy reducidos.



En primer lugar, es notoria la diversificación de la banca en España. La banca española responde al modelo de Banca Universal, de forma que las fuentes de obtención de beneficios están más diversificadas⁴, contribuyendo a una mayor estabilidad de los resultados. Por otra parte, el fondeo de las entidades españolas es muy sólido: los depósitos financian el 78% de los créditos en balance del sistema. Además, la diversificación también es geográfica, pues las entidades de mayor tamaño tienen una gran presencia en otros mercados, particularmente en emergentes, que se han visto menos afectados por las turbulencias financieras.

En segundo lugar, cabe destacar que el sistema financiero español es el más eficiente de Europa. Si tomamos la medida estándar de eficiencia, el cociente entre los gastos de explotación y el margen ordinario, el sistema financiero español, muestra una ratio de 48,3%, frente al 60,5% de la Unión Europea.

En tercer lugar, la banca española tiene una situación de elevada solvencia, pues ha sabido compensar el fuerte aumento experimentado en los últimos años de sus activos con el mantenimiento de un capital adecuado. Además, la política del Banco de España en este asunto ha sido especialmente rigurosa. Así, la situación de provisiones de la banca es muy sólida en España, dado que las provisiones existentes equivalieron a un 250% de los activos morosos en 2005 y a un 273% en 2006.

En definitiva, ante un choque financiero global como el actual, la economía española muestra una posición relativa ventajosa, como resultado de la solidez de su sistema financiero.

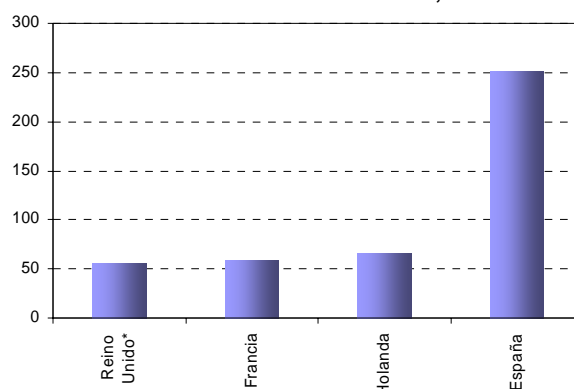
BANCOS ESPAÑOLES Y EUROPEOS

<i>dic-06</i>	Coste- Ingreso	ROE	ROA	Ratio de Capital
UE*	60.45	16.06	0.63	11.38
España	48.30	19.60	1.44	11.90

* 2005

Fuente: BCE y Banco de España

Provisiones sobre Activos Morosos, 2005



Fuente: FMI

* No reporta mediante NICs

⁴ Adicionalmente, según los resultados de la consulta emitida por la CNMV, la exposición de las entidades financieras españolas al *sub-prime* estadounidense es mínima. La banca española, a diferencia de la de otros países europeos, no tiene una concentración importante de *conduits*, vehículos de inversión especiales que se financian mediante emisiones a corto plazo de papel comercial e invierten a largo plazo en productos más arriesgados, en ocasiones vinculados al mercado *sub-prime* americano.